

Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad y su contribución al cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible

María José Gómez Yubero
Bárbara Gullón Ojesto (*)

(*) María José Gómez Yubero y Bárbara Gullón Ojesto trabajan en la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV. Este artículo es responsabilidad exclusiva de sus autoras y no refleja necesariamente la opinión de la CNMV. Las autoras agradecen la valiosa colaboración prestada por Jorge Medina Sánchez-Seco, Paloma Cachón Domínguez y Jesús Cuéllar Escudero.

Índice

Siglas utilizadas	5	
Resumen	7	
1	Introducción	9
2	Desarrollo sostenible: evolución y contexto	10
3	Función de los índices de referencia	11
4	Regulación de los índices climáticos y de sostenibilidad	15
4.1	Nuevos tipos de índices climáticos	17
4.2	Nuevas obligaciones de información	20
4.2.1	Factores ASG y cómo han de publicarse	21
4.2.2	Transparencia de la Metodología	24
4.3	Cuestiones que precisan aclaración o mejora	25
5	Calificaciones ASG: una base necesaria para la consolidación de los índices sostenibles	26
5.1	Vulnerabilidades y riesgos que presenta el mercado de calificaciones ASG	26
5.2	Medidas propuestas para reforzar la confianza en las calificaciones ASG	27
6	Relación entre productos de inversión e índices climáticos y de sostenibilidad	28
6.1	El Reglamento sobre divulgación de finanzas sostenibles	29
6.2	Índices utilizados por los fondos de inversión sostenibles registrados en la CNMV	33
6.3	Análisis comparativo del rendimiento de índices tradicionales e índices climáticos y de sostenibilidad	34
7	Conclusiones	37
Referencias y bibliografía	38	

Índice de cuadros

Cuadro 1	Fechas clave en la implementación de la regulación sobre índices climáticos y de sostenibilidad	17
Cuadro 2	Similitudes y diferencias entre índices TC e índices AP	18
Cuadro 3	Número de factores ASG de divulgación obligatoria correspondientes a cada tipo de activo subyacente	22
Cuadro 4	Factores ASG de divulgación obligatoria en función de los tipos de activos del índice	23

Cuadro 5	Recomendaciones de ESMA sobre regulación de <i>ratings</i> ASG	28
Cuadro 6	Clasificación de productos según SFDR	30
Cuadro 7	Obligaciones de transparencia para los productos financieros cuando designen un índice de referencia	32
Cuadro 8	Rentabilidades acumuladas a 1, 2 y 3 años de los índices Ibex 35, FTSE 4Good Ibex, HDAX, Dax 50 ESG, Eurostoxx 50 y Eurostoxx-ESG 50 Leaders	36

Índice de gráficos

Gráfico 1	Número de fondos de inversión sostenibles registrados en la CNMV en función del tipo de índice utilizado como referencia	33
Gráfico 2	Comportamiento comparado del Ibex 35 y el FTSE 4Good Ibex en el periodo enero de 2018 a julio de 2021	35
Gráfico 3	Comportamiento comparado del índice HDAX y del Dax 50 ESG en el periodo enero de 2018 a julio de 2021	35
Gráfico 4	Comportamiento comparado del índice Eurostoxx 50 y del Eurostoxx-ESG 50 Leaders en el periodo enero de 2018 a julio de 2021	36

Índice de recuadros

Recuadro 1	Declaración y metodología	21
------------	---------------------------	----

Índice de ilustraciones

Ilustración 1	Papel de los índices climáticos y de sostenibilidad	13
---------------	---	----

Siglas utilizadas

Siglas	Significado
ASG	Factores ambientales, sociales y de gobernanza
BMR	Benchmark Regulation - Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive - Propuesta de Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad
Derivados OTC	Derivados <i>Over-the-Counter</i>
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Markets Authority)
ETF	Fondo de inversión cotizado (<i>Exchange-Traded Fund</i>)
EUR	Euro
GEI	Gases de efecto invernadero
IIA	Index Industry Association
IIC	Institución de inversión colectiva
Índices AP	Índices de referencia de la UE alineados con el Acuerdo de París
Índices TC	Índices de referencia de transición climática de la UE
Índices TI y TC	Índices de tipos de interés y de tipo de cambio
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores (International Organization of Securities Commissions)
IPCC	The Intergovernmental Panel on Climate Change - Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
Libor	London InterBank Offered Rate
PyME	Pequeñas y medianas empresas
PVE	Pacto Verde Europeo
SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation - 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
TEG	EU Technical Expert Group on Sustainable Finance
UE	Unión Europea

Todos sabremos que no hay más que un camino, y ese camino es el del cambio. Cambio de la conducta de los hombres, que somos el último eslabón de la evolución de los seres vivos en nuestro planeta, es decir, cambio de la conciencia de los seres humanos.

Félix Rodríguez de la Fuente¹

Resumen

Los índices de referencia se han convertido en una herramienta cada vez más utilizada en la construcción de estrategias de inversión y en la medición y el seguimiento de su comportamiento, lo que les confiere un claro protagonismo en la transición hacia una economía baja en carbono y alineada con los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

La reciente regulación de los índices climáticos y de sostenibilidad reconoce este papel y es un primer paso en la Unión Europea (UE) para facilitar su proliferación y uso en la consecución de dichos objetivos.

La mejora en la información de las empresas que conforman o pueden llegar a conformar los índices y la disponibilidad de fuentes de datos fiables, fácilmente accesibles y comparables, son medidas que contribuirán a mejorar la eficacia de este instrumento en su papel de catalizador de la movilización de recursos financieros hacia una economía más sostenible.

1 Charla de inauguración del campamento de Montejo de la Vera en 1975. Esta cita está tomada del libro Rodríguez de la Fuente (2020). Félix Rodríguez de la Fuente es una figura clave para comprender los cambios de conciencia ambiental ocurridos en España a partir del último tercio del siglo xx. Su obra escrita y audiovisual contribuyó de manera decisiva a la concienciación de varias generaciones de españoles por el cuidado del medio ambiente y del entorno terrestre. Precisamente durante el confinamiento motivado por la pandemia del COVID-19 se cumplieron 40 años de su desaparición.

1 Introducción

La sostenibilidad y su financiación están marcando la agenda no solo de reguladores y supervisores, sino también de las corporaciones, entidades financieras, asesores, gestores, inversores y ciudadanos en general.

La inversión sostenible global ha ganado una tracción muy significativa en los últimos años, con estimaciones que sitúan el valor total de los activos que siguen estrategias de inversión sostenibles en 45 billones de euros en 2020², habiéndose duplicado desde 2016.

La querencia por la sostenibilidad, concepto que hoy lo impregna todo, viene motivada por un impulso institucional y también por una demanda social y de los propios inversores, que, cada vez más, demandan productos de inversión sostenibles. Los índices de referencia climáticos y de sostenibilidad³, recientemente regulados en la UE, están llamados a desempeñar un papel central en la promoción de lo que se ha venido a denominar *finanzas sostenibles*, cuyo objetivo es reorientar los flujos de capital hacia inversiones que faciliten alcanzar un crecimiento más sostenible. En definitiva, se trata de que el sistema financiero respalde la agenda de la UE relativa al clima y el desarrollo sostenible.

En efecto, los índices de referencia con objetivos de reducción de la huella de carbono o simplemente aquellos que consideran factores de sostenibilidad, ya sean ambientales, sociales o de gobernanza (en adelante, factores ASG), que en su composición facilitan las inversiones sostenibles mediante la creación de carteras (individuales y colectivas), actúan como incentivo para las empresas en su compromiso con la descarbonización y la consideración de factores de sostenibilidad en su estrategia y en su modelo de negocio, y favorecen la mejora de su transparencia. En definitiva, estos índices contribuyen a redirigir fondos hacia una economía sostenible y a evitar el riesgo de *greenwashing*⁴ o de uso engañoso de la etiqueta verde o sostenible en la comercialización de productos.

En este artículo se analiza la evolución y el contexto de la concienciación y regulación posterior de los objetivos de sostenibilidad y el papel que los índices desempeñan en su consecución.

2 ESMA (2021a).

3 En este artículo se hace referencia en sentido amplio a los índices de sostenibilidad como aquellos que consideran factores o que persiguen objetivos ASG.

4 Término generalmente traducido como *ecoblanqueo* o *lavado verde*.

2 Desarrollo sostenible: evolución y contexto

Ya desde la época de los romanos existe evidencia de la conciencia por el cuidado del planeta⁵. Sin embargo, los expertos consideran que la Conferencia de Estocolmo de 1972 y, muy especialmente, el Informe Brundtland⁶ de 1987 constituyen la base de importantes avances⁷ que culminaron, de manera definitiva, en el Acuerdo de París⁸ de diciembre de 2015, cuando los Estados miembros de las Naciones Unidas aprobaron los 17 objetivos y 169 metas para el desarrollo sostenible, comprometiéndose a su cumplimiento en el año 2030.

En este contexto, la Unión Europea ha dado pasos decisivos con su estrategia para financiar la transición hacia una economía sostenible. En 2018, puso en marcha un primer plan de acción⁹ con tres objetivos prioritarios: i) reorientar los flujos de capital hacia inversiones que faciliten alcanzar un crecimiento más sostenible e inclusivo¹⁰, ii) gestionar los riesgos financieros derivados del cambio climático y iii) fomentar la transparencia y la visión a largo plazo en las actividades financieras y económicas.

Entre las medidas recogidas para su implementación destacan la creación de una taxonomía común para identificar las actividades económicas que contribuyen a mitigar el cambio climático; la definición de pautas para las empresas a la hora de informar sobre el impacto de sus negocios en el clima y del impacto del cambio climático en sus negocios y la creación de una nueva categoría de índices de referencia de bajo impacto carbónico.

Recientemente, la estrategia de la Unión Europea se ha intensificado con nuevas iniciativas que favorecen el aumento de la inversión y la inclusión de las pequeñas

5 El trabajo de Bravo-Bosh (2014) ofrece amplias referencias a las normas de la antigua Roma, que demuestran que la sensibilidad con el medio ambiente ya existía.

6 Este informe proclamó la protección ambiental como una tarea global y definió el desarrollo sostenible como aquel que satisface las necesidades del presente sin comprometer la habilidad de generaciones futuras de satisfacer sus propias necesidades, girando sobre tres ejes fundamentales: la sostenibilidad ambiental, social y económica y vinculando la reducción de la pobreza con la protección y preservación del medio ambiente. World Commission on Environment and Development. United Nations (1987).

7 En la Cumbre de la Tierra de Río de Janeiro de 1992 y en la Cumbre de Johannesburgo de 2002.

8 El Acuerdo de París, alcanzado en 2015, es un tratado internacional, jurídicamente vinculante, sobre el cambio climático. Fue adoptado por 196 países el 12 de diciembre de 2015 y entró en vigor el 4 de noviembre de 2016. Su objetivo es reforzar la respuesta mundial a la amenaza del cambio climático, en el contexto del desarrollo sostenible y de los esfuerzos por erradicar la pobreza. Para ello, pretende limitar el calentamiento global a 1,5 °C (marcando el límite en 2 °C) por encima de los niveles preindustriales y el compromiso de los países que lo asumen de descarbonizar sus economías y de reducir sus emisiones de gases de efecto invernadero con el objetivo de alcanzar la neutralidad climática en 2050. Al tiempo, trata de situar los flujos financieros en un nivel compatible con una trayectoria que conduzca a un desarrollo resiliente al clima y con bajas emisiones de gases de efecto invernadero. Naciones Unidas (2015).

España firmó el Acuerdo de París el 22 de abril de 2016 y se publicó en el Boletín Oficial del Estado el 2 de febrero de 2017.

9 Comisión Europea (2018).

10 El Plan contempla la movilización de más de 1 billón de euros hacia inversiones sostenibles en la próxima década y dejar de financiar determinados proyectos relacionados con las energías fósiles.

y medianas empresas en la transición de la UE hacia una economía sostenible¹¹. Entre las nuevas medidas, se pretende extender la etiqueta ecológica de la UE a los productos financieros y crear nuevas etiquetas para índices de referencia ASG, así como mejorar la transparencia de las calificaciones crediticias y regular las calificaciones relacionadas con los factores ASG (véase la sección 5).

En respuesta a los compromisos con la UE y con el Acuerdo de París, en noviembre de 2020 se adoptó en España la estrategia a largo plazo con la neutralidad climática¹², y se ha aprobado la Ley de Cambio Climático y Transición Energética¹³, que, en línea con los objetivos de descarbonización y prevención del calentamiento global, establece una serie de medidas y metas para alcanzar el objetivo de neutralidad climática en 2050 impulsando la transición energética hacia un modelo más eficiente y basado en las energías renovables. La ley también aborda la consideración de los riesgos climáticos por parte de empresas y entidades financieras y su seguimiento por los supervisores financieros.

En este contexto, y teniendo en cuenta que los mercados de valores tienen un importante papel en la transición para alcanzar un crecimiento más sostenible e inclusivo, la CNMV también ha asumido un compromiso con las finanzas sostenibles tanto como organización como en el ejercicio de sus competencias. La sostenibilidad es uno de los ejes estratégicos que orientará la actividad de la CNMV en los próximos años¹⁴. Entre sus objetivos, la CNMV también trabajará para facilitar la creación de índices climáticos, que tomen en consideración la huella de carbono, en línea con la reciente regulación sobre la materia¹⁵.

3 Función de los índices de referencia

Los índices de mercado, más conocidos como índices de referencia, son un indicador numérico calculado a partir del valor de uno o más activos subyacentes o precios con el fin de facilitar la medición y el seguimiento de la evolución de una realidad económica o de un mercado financiero.

De este modo, los índices de referencia se calculan a partir de datos económicos, como pueden ser los precios de acciones, y de cifras o valores no económicos, como pueden ser parámetros atmosféricos o de consumo. Su utilización abarca múltiples usos, entre los que destaca la fijación de precios de operaciones transfronterizas, así como de una amplia gama de instrumentos y servicios financieros. También se

11 La estrategia renovada de la Comisión Europea fue publicada en julio de 2021 con el fin de intensificar y acelerar el cumplimiento de los objetivos del Pacto Verde Europeo de 2019 y la recuperación de la pandemia del COVID-19. Comisión Europea (2021).

12 Gobierno de España (2020).

13 Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética.

14 Así queda recogido en el Plan de actividades de la CNMV para el periodo 2021-2022. CNMV (2021 c).

15 El nuevo artículo 19 *quinquies* del Reglamento (UE) 2016/1011 (introducido por el Reglamento (UE) 2019/2089, de 27 de noviembre) pide a los administradores de índices de referencia significativos un esfuerzo por proporcionar índices de referencia de transición climática de la UE antes del 1 de enero de 2022.

emplean para determinar el valor de instrumentos o de contratos financieros y para medir la rentabilidad de fondos o de carteras de inversión.

Los índices de referencia pertenecen a un ámbito del sector financiero que ha acaparado atención regulatoria reciente, habiendo pasado de ser un sector poco sujeto a regulación o supervisión financiera a una esfera regulada por su carácter sistémico y su importancia de cara a la protección de los consumidores e inversores debido a que son muchos los instrumentos, servicios y contratos financieros referenciados a índices en los que participan inversores y consumidores. Tal es el caso de las hipotecas, los préstamos al consumo, los fondos de inversión y otros instrumentos comercializados entre inversores minoristas. Por ello, resulta necesario que los eventuales conflictos de interés que pueden surgir en su determinación queden debidamente neutralizados y que tanto su gobernanza como su metodología de cálculo respondan a principios de independencia, control y transparencia.

Los índices de referencia han alcanzado también una dimensión sistémica, principalmente en el caso de los índices de tipos de interés más conocidos y ampliamente utilizados, como el Libor y el Euribor¹⁶, debido a su papel crucial en la economía y en el sistema financiero, por lo que su regulación y supervisión también tienen por finalidad la preservación de la estabilidad financiera.

Por todo ello, los tipos de referencia son actualmente objeto de profundas reformas, gran parte de las cuales son resultado de la adopción del Reglamento sobre índices de referencia de la UE, publicado en 2016 y en vigor desde enero de 2018¹⁷.

Los índices de referencia facilitan la alineación de las estrategias de inversión con unos objetivos predeterminados y también permiten su uso como referencia para medir el comportamiento de dichas estrategias en términos del binomio rentabilidad-riesgo, lo que les confiere un claro protagonismo a la hora de alinear la industria de gestión de activos con las consideraciones de sostenibilidad a largo plazo y la transición hacia una economía baja en carbono.

En reconocimiento de este papel, más recientemente, en diciembre de 2019, se publicó una modificación del Reglamento sobre índices de referencia mediante el Reglamento 2019/2089¹⁸, que, por un lado, crea dos nuevas etiquetas de índices que consideran la huella de carbono de los activos componentes y, por otro, mejora y armoniza el nivel de transparencia sobre objetivos y factores ASG en la metodología de los índices que consideran o que persiguen objetivos relacionados con estos factores.

16 Estos índices están viviendo actualmente un proceso de reforma histórico cuyo estado de situación, origen e implicaciones se analizan en Gómez-Yubero y Palomero (2021).

17 Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión, y por el que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE y el Reglamento (UE) n.º 596/2014.

18 Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo relativo a los índices de referencia de transición climática de la UE, los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia.

Los índices climáticos y de sostenibilidad se utilizan para inversión sostenible tanto a través de la gestión pasiva —entre otros, fondos indexados y ETF— como en estrategias de inversión activas.

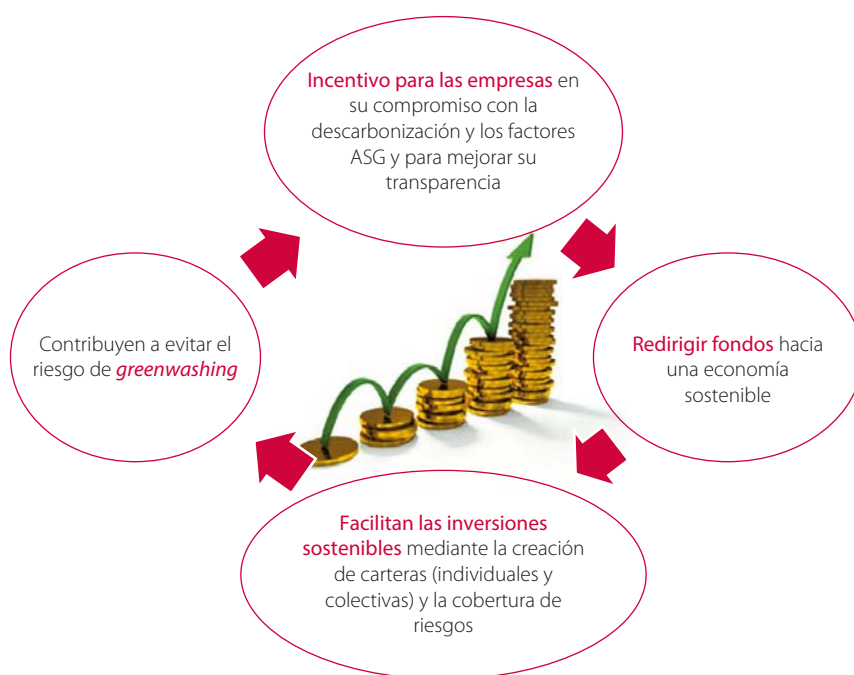
Estos índices suelen construirse a partir de un índice de referencia matriz o de un universo de valores invertibles¹⁹, al tiempo que conservan características de riesgo-rendimiento similares a las del índice matriz. De este modo se permite la comparación del desempeño de dicha cartera global con la del índice que incorpora aspectos extrafinancieros²⁰.

En su construcción puede aplicarse una metodología de exclusión que permite a los inversores eliminar ciertos tipos de exposiciones. Algunos ejemplos de exclusiones son las empresas que se considera que no cumplen con ciertos estándares ASG o empresas involucradas en armas controvertidas, tabaco o combustibles fósiles. Estos índices también se pueden construir para ganar exposición a altas calificaciones ASG, ya sea de manera conjunta o separada, en relación con un tema o con un factor ASG específico o para generar un impacto ambiental o social positivo. Los índices también pueden combinar elementos de estos enfoques.

La nueva regulación de índices climáticos y de sostenibilidad obedece al papel central que los índices están llamados a desempeñar para conseguir el tránsito hacia una economía descarbonizada coherente con la consecución de los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

Papel de los índices climáticos y de sostenibilidad

ILUSTRACIÓN 1



Fuente: Elaboración propia.

19 El universo invertible son todos los instrumentos invertibles de una clase de activos o un grupo de clases de activos.

20 En el epígrafe 6.3 se realiza una comparativa entre índices generales e índices de sostenibilidad.

En efecto, siendo la actividad de los mercados de capitales decisiva para canalizar fondos hacia proyectos y empresas que contribuyan a lograr la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero, de acuerdo con los objetivos fijados en el Acuerdo de París, los índices de referencia pueden y deben favorecer estas inversiones facilitando la formación de carteras tanto individuales como colectivas, permitiendo la comparación de rentabilidades e incluso facilitando la cobertura de riesgos de exposición a las emisiones de carbono a través de los mercados de derivados²¹.

Cada vez es mayor el número de inversores que confía en estos índices y también son cada vez más los inversores privados y las instituciones que demandan índices globales, sólidos y fiables para la creación de productos de inversión, para medir y comparar el rendimiento de productos y carteras de inversión y para definir estrategias de asignación de activos.

Así lo corrobora la Index Industry Association, que revela que el número de índices ASG a nivel mundial aumentó más de un 40 % en 2020, frente a casi un 15 % en 2019²².

Según datos recientemente publicados por ESMA²³, el apetito de los inversores de la UE por los fondos que siguen estrategias ASG ha aumentado con la crisis del COVID-19. Desde marzo de 2020, los fondos de renta variable ASG han experimentado entradas netas de 72.000 millones de euros (lo que supone un crecimiento del 19 % de sus activos), en comparación con los 86.000 millones de euros de los fondos de renta variable no ASG (un crecimiento del 0,3 % de sus activos). Esto eleva los activos totales de fondos mixtos, de bonos y de acciones ASG de la UE a 835.000 millones de euros, un aumento del 55 % desde marzo, lo que representa el 11 % del patrimonio total de los fondos de acciones, bonos y mixtos, tanto ASG como no ASG²⁴.

Además, con la creación de estas etiquetas para índices se reduce el riesgo de *greenwashing*, es decir, el uso engañoso de la etiqueta verde o sostenible en la comercialización de productos.

Se espera también que la proliferación en el uso de estos índices sirva para animar a las empresas a adoptar y publicar objetivos creíbles para reducir las emisiones de carbono, ya que el administrador de un índice de referencia de transición climática de la UE, al seleccionar o ponderar los activos subyacentes, debe tener en cuenta a las empresas que tienen estos objetivos y son públicos y creíbles en el sentido de que representan un auténtico compromiso con la descarbonización y deben ser suficientemente detallados y técnicamente viables.

Para permitir que los índices de referencia puedan cumplir eficazmente esta función, es preciso que las fuentes de datos y la información de base disponibles para su construcción sean fiables, comparables y fácilmente accesibles. En la sección 5 se

21 El documento de ISDA (2021) analiza el papel potencial de los derivados en las finanzas sostenibles y describe la gama de estructuras de productos y tipos de transacciones que comprenden el universo de derivados relacionados con factores ASG.

22 IIA (2021).

23 ESMA (2021a).

24 En el epígrafe 6.2 se recoge información sobre los fondos de inversión con estrategias ASG registrados en la CNMV.

aborda el papel de las calificaciones ASG y las propuestas en curso para mejorar su disponibilidad, integridad y transparencia.

4 Regulación de los índices climáticos y de sostenibilidad

La regulación de los índices climáticos y de sostenibilidad se aprobó recientemente, en diciembre de 2019, con la publicación de la modificación del Reglamento sobre índices de referencia, mediante el Reglamento 2019/2089.

El nuevo reglamento europeo crea dos nuevas categorías o etiquetas de índices que consideren la huella de carbono de los activos componentes (véase epígrafe 4.1) y, al tiempo, refuerza y armoniza el nivel de transparencia sobre objetivos y factores ASG en la metodología de los índices en general (véase epígrafe 4.2).

Es importante resaltar que esta nueva regulación afecta a todos los índices y administradores, no solo a los nuevos índices de bajo impacto carbónico, ya que:

- i) Solicita a todos los administradores de índices significativos de la UE un esfuerzo para comercializar uno o más índices de transición climática.
- ii) Establece obligaciones de información para todos los administradores, que deberán hacer público si administran o no índices de bajo impacto carbónico y también deberán declarar, para cada uno de sus índices, si aplican o no criterios ASG y, en su caso, cómo los aplican. Deberán publicar también, a partir de diciembre de 2021, de qué manera su metodología se ajusta al objetivo de reducción de emisiones de carbono o a lograr los objetivos del Acuerdo de París. Estas obligaciones de información serán más exigentes en cuanto a datos y desgloses para los índices de bonos y de renta variable que tengan la consideración de índices significativos.

En la UE se han aprobado tres reglamentos delegados que complementan el Reglamento 2016/1011 y desarrollan los nuevos tipos de índices y los requisitos de publicidad²⁵:

- i) El Reglamento Delegado (UE) 2020/1818²⁶, sobre requisitos mínimos que los administradores han de considerar para el diseño de índices de referencia

25 Estos actos delegados se publicaron a final de 2020, cuando estaba previsto que hubieran entrado en vigor al menos en abril de 2020, al tiempo que las modificaciones introducidas en el Reglamento (UE) 2016/1011. Este retraso motivó cierta incertidumbre entre los administradores de índices sobre el modo en que debían cumplir con los nuevos requisitos de divulgación, lo que dio lugar a una actuación hasta ahora inédita por parte de ESMA, el recurso a una *no action letter* (ESMA, 2020) dirigida a las autoridades competentes indicando que no se deben priorizar las acciones de supervisión con respecto a estos nuevos requisitos hasta que se apliquen los actos delegados.

26 Reglamento Delegado (UE) 2020/1818 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los estándares

climáticos que puedan etiquetarse de transición climática de la UE o con los alineados con el Acuerdo de París.

- ii) El Reglamento Delegado (UE) 2020/1817²⁷, sobre el contenido mínimo que ha de recogerse en la explicación de cómo se consideran los factores ASG en la metodología del índice de referencia.
- iii) El Reglamento Delegado (UE) 2020/1816²⁸, sobre el contenido mínimo de la declaración del índice para explicar los factores ASG.

Su contenido se basa en las recomendaciones del informe del Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG²⁹) si bien, como reconoce la Comisión Europea, su propuesta se desvía en algunos aspectos con el fin de lograr una mayor proporcionalidad y de otorgar mayor flexibilidad a los proveedores de índices para diseñar sus metodologías.

La nueva regulación se publicó el 9 de diciembre de 2019 y su contenido, en cuanto a requisitos para la construcción de nuevos índices climáticos y para las obligaciones de transparencia, resulta de aplicación a partir de diferentes fechas, según muestra el cuadro 1, que también resume las principales medidas de esta regulación.

mínimos aplicables a los índices de referencia de transición climática de la UE y los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París.

- 27 Reglamento Delegado (UE) 2020/1817 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere al contenido mínimo de la explicación del modo en que la metodología de los índices de referencia refleja los factores ambientales, sociales y de gobernanza.
- 28 Reglamento Delegado (UE) 2020/1816 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a la explicación incluida en la declaración sobre el índice de referencia del modo en que cada índice de referencia elaborado y publicado refleja los factores ambientales, sociales y de gobernanza.
- 29 Este grupo de trabajo fue creado por la Comisión Europea para ayudarla en el desarrollo de su propuesta legislativa de 2018. Está formado por expertos de diferentes procedencias y perfiles profesionales y su mandato se refiere a la identificación de un sistema de clasificación, la denominada *taxonomía de la UE*, para determinar si una actividad económica es ambientalmente sostenible; a la elaboración de una propuesta de estándar de bonos verdes de la UE; a las metodologías para los índices de referencia climáticos de la UE y las divulgaciones para los índices de referencia, y a la orientación para mejorar la divulgación corporativa de información relacionada con el clima. El informe del TEG referido a los índices climáticos y requisitos de divulgación fue publicado en septiembre de 2019 (EU TEG, 2019a) y complementado con un manual en diciembre de 2019 (EU TEG, 2019b).

Adaptación metodológica	A partir de 30/04/2020	→ Uso de etiquetas: Los administradores de índices AP y de índices TC cumplirán las nuevas exigencias metodológicas.	Aplicable solo a índices AP y TC.
	A partir de 31/12/2022	→ Los administradores de índices TC seleccionarán empresas que publiquen objetivos de reducción en plazos específicos, con arreglo al desglose a nivel de filiales, con actualización anual y siempre que sus actividades no perjudiquen de forma significativa otros objetivos ASG.	Aplicable solo a índices TC.
	A partir de 01/01/2022	→ Los administradores de índices significativos se esforzarán por proporcionar al menos un índice TC.	Aplicable solo a índices significativos.
Obligaciones de información	A partir de 30/04/2020	→ La publicación sobre la metodología (art. 13 de BMR) y la declaración (art. 27 de BMR) sobre el índice de referencia contendrán una explicación de cómo se reflejan (o no) los factores ASG.	Aplicable a todo tipo de índices (excepto TI y TC).
		→ El administrador deberá declarar que no cuenta con índices de transición climática o alineados con Acuerdo de París o si no dispone de índices que persigan o que tengan en cuenta factores ASG.	Aplicable a todo tipo de índices (excepto TI y TC).
		→ Los índices significativos de acciones y bonos y los etiquetados deben incluir datos y un desglose sobre si se garantiza o no y en qué medida el objetivo de reducción de emisiones o los objetivos del Acuerdo de París conforme al Reglamento 2019/2088.	Aplicable a índices significativos de acciones y de bonos y a índices TC y AP.
	A partir de 31/12/2021	→ Los administradores deberán incluir en la declaración del índice una explicación de cómo su metodología se ajusta al objetivo de reducción de emisiones de carbono o a lograr los objetivos del Acuerdo de París.	Aplicable a todo tipo de índices (excepto TI y TC).

Fuente: Elaboración propia a partir del Reglamento (UE) 2016/1011.

4.1 Nuevos tipos de índices climáticos

Se crean así dos nuevas categorías o etiquetas de índices que consideran la huella de carbono de los activos subyacentes para ayudar a los inversores que buscan productos de inversión sostenibles:

- i) Índices de referencia de transición climática de la UE (en adelante, índices TC), que tienen en cuenta en sus criterios de selección la trayectoria de descarbonización de las empresas.
- ii) Índices de referencia de la UE alineados con el Acuerdo de París (en adelante, índices AP), que seleccionan solamente aquellos componentes que contribuyen al logro de limitar el calentamiento al objetivo del Acuerdo de París de 1,5° C en comparación con los niveles preindustriales.

En ambos casos se trata de etiquetas voluntarias, que solo pueden ser utilizadas por administradores de índices cuando provean índices climáticos que cumplan con los requisitos sobre metodología y transparencia definidos en la regulación.

Estos índices, a los que en adelante nos referiremos genéricamente como índices climáticos, están diseñados para orientar la elección de los inversores que deseen adoptar una estrategia de inversión consciente del clima, con distinto grado de ambición: los índices TC puede constituir una alternativa baja en carbono a los índices de referencia de uso común, mientras que los índices AP representan una cartera alineada y comprometida con el objetivo de reducir el calentamiento global.

Ambos tipos de índices seleccionan empresas con una trayectoria de descarbonización: se persigue el objetivo de reducir la intensidad (o emisiones absolutas) de GEI en al menos un 7 % al año de media. La intensidad de los GEI es el principal parámetro para calcular la estrategia de descarbonización, ya que garantiza la comparabilidad y no está sesgada a favor o en contra de un sector en particular.

Las principales diferencias en su construcción estriban en las exclusiones y en la mayor reducción porcentual que exigen los índices AP a la exposición de los activos intensivos en términos de GEI en comparación con sus índices de referencia matriz o sus universos invertibles. El cuadro 2 presenta las principales similitudes y diferencias en el diseño de los índices AP y TC.

Similitudes y diferencias entre índices TC e índices AP

CUADRO 2

		Índices AP	Índices TC
Aspectos comunes	Escenario de temperatura de referencia	Para diseñar su metodología se toma como referencia el escenario de 1,5 °C, con sobrepaso nulo o reducido, al que se refiere el informe especial sobre calentamiento global de 1,5 °C del IPCC.	
	Restricción a la asignación de acciones	En los índices de acciones, la exposición a sectores que más contribuyen al cambio climático (como petróleo, gas, minería y transporte) no debe ser inferior a la exposición de su universo invertible ¹ .	
	Parámetro para calcular la estrategia de descarbonización	<ul style="list-style-type: none"> – Intensidad GEI: emisiones absolutas de GEI (toneladas equivalentes de CO₂) divididas por los millones de euros de valor de la empresa, incluido el efectivo, que es la suma de la capitalización de mercado de las acciones ordinarias y preferentes y el valor contable de la deuda total y las participaciones no dominantes sin deducción de efectivo. – En índices de renta fija de empresas no cotizadas se pueden utilizar las emisiones de GEI de forma absoluta. – El cálculo debe realizarse anualmente y utilizar la misma moneda para todos los activos subyacentes. – La variación anual debe calcularse como un porcentaje entre los datos al final del año <i>n</i> y los datos al final del año <i>n-1</i>. Debe utilizarse un nuevo año de base siempre que se apliquen cambios significativos a la metodología de cálculo. 	
	Introducción gradual en ámbito 3	Los datos de emisiones GEI de ámbito 3 ² se incorporan por fases según el sector ³ : <ul style="list-style-type: none"> – Diciembre de 2020: energía y minería. – Diciembre de 2022: transporte, construcción, edificios, materiales e industria. – Diciembre de 2024: resto de sectores. 	
Aspectos comunes	Ponderaciones	La ponderación de empresas que establecen y publican objetivos de reducción de las emisiones de GEI puede aumentarse si se cumplen estos dos requisitos: <ul style="list-style-type: none"> – Los emisores publican de manera coherente y precisa las emisiones de GEI de ámbito 1, 2 y 3. – Los emisores han reducido su intensidad de GEI o, en su caso, sus emisiones absolutas en al menos un 7 % anual de media durante al menos 3 años consecutivos. 	
	Estrategia de descarbonización	Se persiguen los siguientes objetivos en función del tipo de activos subyacentes: <ul style="list-style-type: none"> – Renta variable cotizada: al menos un 7 % de reducción en intensidad de GEI en promedio por año. – Renta fija de emisores cotizados: al menos un 7 % de reducción en intensidad de GEI, o de emisiones absolutas, en promedio por año. – Renta fija de emisores no cotizados: al menos un 7 % de reducción en emisiones absolutas de GEI en promedio por año. 	
	Pérdida y recuperación de la etiqueta	Se pierde la etiqueta si las metas no se alcanzan en 1 año y no se compensan al año siguiente o si no se alcanzan en 3 ocasiones en un periodo de 10 años. Se recupera si se alcanza durante 2 años consecutivos, salvo que se haya perdido en 2 ocasiones, en cuyo caso se pierde definitivamente.	

Diferencias	Requisitos de reducción de exposición a GEI	50 % más bajo que el universo invertible.	30 % más bajo que el universo invertible.
	Exclusiones ⁴	<ul style="list-style-type: none"> – Actividades relacionadas con armas objeto de controversia. – Cultivo y producción de tabaco. – Empresas que incumplen el Pacto Mundial de Naciones Unidas o las Líneas Directrices de la OCDE para multinacionales. – Empresas que obtengan: <ul style="list-style-type: none"> • Un 1 % o más de sus ingresos de la prospección, la minería, la extracción, la distribución o el refinado de antracita, hulla y lignito. • Un 10 % o más de sus ingresos de la prospección, la extracción, la distribución o el refinado de combustibles líquidos. • Un 50 % o más de sus ingresos de la prospección, la extracción, la producción o la distribución de combustibles gaseosos. • Un 50 % o más de sus ingresos de la generación de electricidad con una intensidad de GEI superior a los 100 g CO₂/kWh. – Empresas que perjudiquen de manera considerable uno o varios de los objetivos ambientales⁵. 	A partir de 31/12/2022: <ul style="list-style-type: none"> – Actividades relacionadas con armas objeto de controversia. – Cultivo y producción de tabaco. – Empresas que incumplen el Pacto Mundial de Naciones Unidas o las Líneas Directrices de la OCDE para multinacionales. Exclusión aplicable a partir de 31/12/2022.

Fuente: Elaboración propia a partir del Reglamento (UE) 2016/1011 y del Reglamento delegado (UE) 2020/1818.

- 1 Este requisito tiene por finalidad ofrecer una imagen fiel de la economía real incluyendo los sectores que deben reducir significativamente sus emisiones para que los inversores comprometidos con la descarbonización ejerzan su influencia en la transición de las empresas hacia actividades más sostenibles.
- 2 Según el anexo del Reglamento UE 2019/2089, el ámbito 1 se refiere a las emisiones de carbono generadas a partir de fuentes que están bajo el control de la empresa que emite los activos subyacentes. El ámbito 2 es el relativo a las emisiones procedentes del consumo de electricidad, vapor u otras fuentes de energía adquirida generada en una fase anterior de la cadena de producción de la empresa que emite los activos subyacentes. El ámbito 3 hace referencia a las emisiones indirectas, no cubiertas en los ámbitos 1 y 2, que se produzcan en la cadena de valor de la empresa, incluidas las producidas en fases anteriores y posteriores de la cadena, en especial para los sectores con gran impacto en el cambio climático y su mitigación.
- 3 Debido a la calidad insuficiente de las emisiones de GEI de ámbito 3, su inclusión en el cálculo se introduce gradualmente de acuerdo con el sector.
- 4 Cualquier criterio de exclusión adicional basado en factores relacionados con el clima o con otros factores ASG debe divulgarse en la metodología del índice.
- 5 Previstos en el artículo 9 del Reglamento (UE) 2020/852: mitigación del cambio climático, adaptación al cambio climático, 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.

En materia de transparencia, calidad y exactitud de las fuentes de datos tanto los índices AP como los índices TC deben formalizar, documentar y hacer públicos:

- i) La metodología en la que se basan las estimaciones de las emisiones de GEI y el daño sensible de los objetivos ambientales, incluidos el enfoque y la metodología de investigación, los principales supuestos y los principios de precaución en que se basan esas estimaciones.
- ii) Cuando se utilicen conjuntos de datos externos, el nombre y los datos de contacto de los proveedores de datos, la metodología utilizada y los principales

supuestos y principios de precaución, cuando estén disponibles, así como un hipervínculo al sitio web del proveedor de datos y a la metodología pertinente utilizada, cuando esté disponible.

La estrategia de descarbonización debe formalizarse, documentarse y divulgarse, incluido el año de base y los casos en que no se cumplen los objetivos, las razones del fracaso y las medidas correctivas que deben adoptarse para alcanzar el objetivo ajustado del año siguiente.

Los datos sobre las emisiones de GEI de los ámbitos 1, 2 y 3 deben ser precisos y coherentes con las normas mundiales o europeas³⁰, debiendo, en todo caso, divulgar la norma utilizada en la metodología.

4.2 Nuevas obligaciones de información

Uno de los objetivos del reglamento es establecer nuevas obligaciones de transparencia sobre cómo contribuye la metodología de los índices a la consecución de objetivos ASG. Estos requerimientos afectarán a todo tipo de índices, no solo a los etiquetados como índices climáticos, excepto a los de tipos de interés y a los de tipos de cambio, por considerar que estos no están directamente vinculados con los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

Todos los administradores deberán incluir en la declaración de cada índice que provean si sus índices de referencia o familias de índices de referencia persiguen o no objetivos ASG y, en su caso, cómo se reflejan, y si el administrador de índices de referencia ofrece tales índices.

Al armonizar y estandarizar la información que han de publicar estos índices, se consigue que sean comparables y que los usuarios puedan seleccionar aquellos que mejor cubren sus necesidades de inversión, con lo que facilitan e impulsan la consideración de los factores de sostenibilidad en sus decisiones de inversión.

30 Tales como:

- El método de la huella ambiental de los productos o los métodos de huella ambiental de las organizaciones contenidos en la Recomendación 2013/179/UE de la Comisión, de 9 de abril de 2013, sobre el uso de métodos comunes para medir y comunicar el comportamiento ambiental de los productos y las organizaciones a lo largo de su ciclo de vida.
- La norma de contabilidad y notificación de la cadena de valor de las empresas (ámbito 3) (septiembre de 2011), suplemento de la norma de contabilidad y notificación de las empresas del Protocolo de gases de efecto invernadero.
- La norma UNE-EN ISO 14064 o la norma UNE-EN ISO 14069.

¿Qué es el *statement* o declaración de un índice y en qué consiste la publicidad de la metodología?

Son dos requisitos de transparencia que recoge BMR. En su artículo 13 establece que el administrador debe hacer públicos los elementos clave de la metodología de cálculo, los detalles de su revisión interna y autorizaciones, y los procedimientos de consulta y reclamaciones de los usuarios.

La declaración o *statement* está regulada en el artículo 27 de BMR. El administrador debe publicar y mantener actualizada una declaración que defina el mercado o la realidad económica que mide el índice, su fiabilidad, las fuentes de datos, la posible discrecionalidad, la corrección de errores, los casos en los que se podrá cesar en la publicación, la metodología aplicada, sus revisiones, etc.

4.2.1 Factores ASG y cómo han de publicarse

Las declaraciones de los índices de referencia distintos de los índices de interés y de divisas deben explicar, utilizando el modelo que figura en el anexo I del Reglamento Delegado (UE) 2020/1816, cómo se consideran los factores ASG enumerados en el anexo II del mismo reglamento, incluyendo:

- Cómo se reflejan los factores ASG para cada uno de los activos subyacentes.
- La puntuación de los factores ASG para el índice de referencia correspondiente y la familia de índices de referencia como un valor medio ponderado agregado.
- Las puntuaciones de cualquier factor ASG adicional que tenga en cuenta el administrador del índice.
- Referencias a las fuentes de datos y normas utilizadas para los factores ASG divulgados.
- Las divulgaciones adicionales aplicables a los índices AP y a los índices TC, tal como se exige en las secciones 2 y 3 del citado anexo I.

Para cada índice de referencia, su administrador puede reemplazar la información anterior por un hipervínculo a un sitio web que contenga toda la información requerida. La información debe actualizarse al menos anualmente y siempre que se produzcan cambios importantes.

El reglamento identifica un total de 28 factores que, de manera obligatoria, han de ser publicados por el administrador del índice en función de los tipos de activos subyacentes, tal y como se refleja en los cuadros 3 y 4. Todos los índices han de informar siguiendo la plantilla que a tal efecto recoge el anexo I del reglamento. Cuando los activos subyacentes del índice sean acciones, se han de divulgar 16 factores, 13 cuando se trate de renta fija, 11 en caso de deuda soberana, 4 para materias primas y 6 para otras categorías de activos.

Número de factores ASG de divulgación obligatoria correspondientes a cada tipo de activo subyacente

CUADRO 3

	Combinados	Ambientales	Sociales	Gobernanza
Acciones (RV)	–	5	9	2
Renta fija (RF)	–	5	9	–
Deuda soberana (DS)	1	3	4	3
Materias primas (MP)	–	1	1	2
Otros (O)	–	2	3	1

Fuente: Elaboración propia a partir del Reglamento (UE) 2020/1816.

Los índices AP y TC, además de cumplir con lo anterior, deben también divulgar en su declaración determinados factores y cumplir con determinados requisitos adicionales de divulgación en consonancia con sus objetivos:

- Trayectoria de descarbonización interanual prospectiva.
- Medida en que la trayectoria de descarbonización del IPCC (1,5 °C con sobrepaso nulo o reducido) se ha alcanzado cada año de media desde su creación.
- Solapamiento entre el índice y su universo invertible empleando el valor activo a nivel de la acción.

Finalmente, todos los índices deberán proporcionar, a partir de diferentes fechas en función del tipo de índice —tal y como se refleja en el cuadro 1— la siguiente información sobre su alineación con los objetivos del Acuerdo de París:

- Si el índice está o no en consonancia con la meta de reducir las emisiones de carbono o de alcanzar los objetivos del Acuerdo de París.
- El escenario de temperatura, de acuerdo con los estándares internacionales, utilizado para estar en consonancia con la meta de reducir las emisiones de GEI o alcanzar los objetivos del Acuerdo de París.
- El nombre del proveedor del escenario de temperatura usado para estar en consonancia con la meta de reducir las emisiones de GEI o alcanzar los objetivos del Acuerdo de París.
- La metodología empleada para medir la consonancia con el escenario de temperatura.
- Un hipervínculo al sitio web del escenario de temperatura usado.
- Fecha en que se actualizó la información por última vez y motivo de la actualización.

Factores ASG de divulgación obligatoria en función de los tipos de activos del índice

CUADRO 4

Factores ASG obligatorios	RV	RF	DS	MP	O
Factores combinados					
1			✓		
Ambientales					
2	✓	✓			✓
3	✓	✓	✓		✓
4	✓	✓	✓		
5	✓	✓			
6	✓				
7		✓	✓		
8				✓	
Sociales					
9	✓	✓			✓
10	✓	✓			✓
11	✓	✓			✓
12	✓	✓	✓		
13	✓	✓			
14	✓	✓			
15	✓	✓			
16	✓	✓			
17	✓	✓			
18				✓	
19				✓	
20				✓	
21					✓

Factores ASG obligatorios	RV	RF	DS	MP	O
Gobernanza					
22	Porcentaje medio ponderado de los miembros de consejos de administración que son independientes.	✓			
23	Porcentaje medio ponderado de las mujeres que forman parte de consejos de administración.	✓			
24	Puntuación media en lo que respecta a la corrupción que mida el nivel percibido de corrupción en el sector público (incluido un indicador cuantitativo y la metodología usada en el cálculo).			✓	
25	Puntuación media en lo que respecta a la estabilidad política que mida la probabilidad de que se derroque por la fuerza el régimen actual (incluido un indicador cuantitativo y la metodología usada en el cálculo).			✓	
26	Puntuación media en lo que respecta al estado de derecho, basada en la ausencia de corrupción, el respeto de los derechos fundamentales y el estado de la justicia civil y penal (incluido un indicador cuantitativo y la metodología usada en el cálculo).			✓	✓
27	Grado de exposición de las materias primas subyacentes a riesgos en materia de gobernanza (bajo, moderado o alto).				✓
28	Porcentaje de fondos subyacentes con políticas de administración en vigor, incluidas medidas para la planificación y la gestión de los recursos.				✓

Fuente: Elaboración propia a partir del Reglamento (UE) 2020/1816.

4.2.2 Transparencia de la metodología

El Reglamento (UE) 2020/1817 define el contenido mínimo de la explicación sobre cómo se reflejan los factores ASG en la metodología de referencia. En este caso, la filosofía es la misma que la seguida en la declaración del índice.

Con la excepción de los índices de referencia de materias primas, los administradores han de explicar, usando la plantilla común para cada índice o familia de índices, cuáles de los factores ASG se han tenido en cuenta a la hora de diseñar su metodología. Asimismo, explicarán cómo se reflejan esos factores en los elementos clave de dicha metodología, también en lo que respecta a la selección de los activos subyacentes, los factores de ponderación, los parámetros o métricas y las variables sustitutivas.

Cuando un índice de referencia combina diferentes tipos de activos subyacentes, el administrador debe explicar cómo se reflejan los factores ASG para cada uno de los activos relevantes.

Los administradores deben indicar claramente si los índices de referencia persiguen o no los objetivos ASG. La información sobre la metodología proporcionada debe actualizarse al menos una vez al año o cada vez que se cambie la metodología e indicar las razones de la actualización.

En cuanto a los datos y sus fuentes, es necesario especificar si los datos se comunican, modelizan u obtienen interna o externamente, así como indicar el nombre del proveedor de datos externo, cuando corresponda, y los procesos implementados para evaluar la calidad de los datos. También deben describirse las normas internacionales utilizadas en la metodología.

4.3 Cuestiones que precisan aclaración o mejora

La nueva regulación sobre índices climáticos y de sostenibilidad es amplia y técnicamente compleja, por lo que su aplicación práctica ha generado algunas dudas por parte de los promotores de estos índices y se han identificado ciertas cuestiones que podrán mejorarse en el futuro.

Con el fin de promover una aplicación uniforme y coherente de la nueva regulación, ESMA ha incluido una sección referida a los índices climáticos y de sostenibilidad en su documento de preguntas y respuestas sobre índices de referencia³¹, que actualiza periódicamente con respuestas a cuestiones formuladas por el público, los participantes del mercado financiero, las autoridades competentes y otras partes interesadas.

Algunas de las cuestiones que hasta ahora han sido objeto de aclaración son el nivel de información que han de suministrar los índices que tienen en cuenta factores de sostenibilidad frente a los que persiguen objetivos ASG, o la posibilidad de considerar factores adicionales o diferentes de los previstos en los reglamentos delegados correspondientes.

También se han identificado algunos aspectos que podrían tenerse en cuenta en futuras modificaciones de esta regulación. Entre ellos, la falta de un registro centralizado de índices climáticos y de sostenibilidad, así como la ausencia de reglas específicas sobre el uso en la denominación del índice, que dificulta la identificación de los índices y, por tanto, su uso y comparabilidad por parte de los posibles usuarios.

Debido al ámbito de aplicación limitado de BMR, podrían crearse índices de referencia ASG al margen de dicha regulación, es decir, índices que no cumplan con ninguno de los tres requisitos previstos en la definición de *índice de referencia* contenida en el artículo 3.3 de BMR. Esta situación, de producirse, podría dar lugar a que las entidades que ofrecen tales índices se encontrasen en una situación competitiva más favorable que los administradores que ofrecen índices sujetos a BMR. Asimismo, la provisión de estos índices podría dar lugar a prácticas de *greenwashing*. Por ello, en un futuro podría considerarse adaptar la definición de estos índices con un ámbito subjetivo más amplio.

Otro aspecto sobre el que se ha llamado la atención de los reguladores es la dificultad para acceder a la información ASG por parte de los usuarios, así como la falta de criterios cuantitativos para su selección. Además, ciertas empresas medianas o pequeñas han puesto de manifiesto el elevado coste que les supone generar dicha información, lo que puede complicar su inclusión en los índices.

31 ESMA (2021d).

5 Calificaciones ASG: una base necesaria para la consolidación de los índices sostenibles

A medida que las finanzas sostenibles se consolidan y la inversión sostenible gana terreno, las calificaciones ASG son cada vez más importantes para los inversores y emisores, produciéndose una demanda cada vez mayor de estos servicios. Sin embargo, la ausencia de un marco regulador adecuado acentúa ciertos problemas y riesgos, que reducen la utilidad de estas calificaciones.

La ausencia de una definición común y de comparabilidad, la falta de transparencia en las metodologías, el riesgo de conflictos de interés y la ausencia de supervisión son algunos de estos problemas que tienen una repercusión importante en la construcción de carteras verdes y también en la producción de índices de referencia vinculados a factores ASG. Por ello, es preciso contar con evaluaciones que: i) brinden información sobre el perfil ASG de una entidad, ii) cuenten con salvaguardas adecuadas para garantizar que la información a la que se hace referencia sea sólida y iii) sean confiables para evitar el riesgo de *greenwashing*.

5.1 Vulnerabilidades y riesgos que presenta el mercado de calificaciones ASG

Recientes estudios demuestran que, en comparación con las calificaciones crediticias, las calificaciones ASG muestran niveles muy bajos de correlación entre los proveedores, lo que genera problemas a lo largo de la cadena de valor de la inversión, así como en la construcción de índices de referencia ASG, ya que la elección del proveedor de calificación ASG afecta significativamente a los componentes de esos índices.

En un trabajo recientemente publicado por ESMA³² se estima que, mientras que en las calificaciones de calidad crediticia tradicionales la correlación entre los *ratings* otorgados por distintas agencias a un mismo emisor es muy elevada, próxima al 99 %, esta desciende al 60 % en el caso de *ratings* medioambientales o ASG.

El hecho de que las empresas de industrias altamente contaminantes puedan obtener puntuaciones medioambientales elevadas de algunos proveedores de calificaciones ASG puede generar confusión entre los inversores y subraya la necesidad de una mayor transparencia y del desarrollo de definiciones estandarizadas.

Esto afecta de manera especial a la construcción de índices de referencia ASG teniendo en cuenta los importantes volúmenes de activos que los siguen. En el mencionado trabajo de ESMA se ha analizado el índice Eurostoxx ESG Leaders 50, que selecciona las 50 empresas líderes en criterios ASG, según calificaciones de Sustainalytics, de entre un universo de 1.800 compañías que componen el índice STOXX Global 1800. Pues bien, solo entre el 62 % y el 72 % de las empresas identificadas por Sustainalytics como líderes son consideradas como tales por MSCI y Refinitiv. Los tres proveedores están de acuerdo en tan solo el 40 % de los componentes del índice.

32 Mazzacurati (2021).

También se ha analizado el impacto en la rentabilidad del índice mediante su réplica con la misma metodología, pero usando *ratings* de Refinitiv para la selección de las 50 compañías líderes en factores ASG, y se ha encontrado que el índice sintético superaba el índice original por un acumulado de 12 puntos básicos entre marzo y diciembre de 2020 debido a las diferentes composiciones.

Teniendo en cuenta las tendencias de crecimiento actuales en la inversión sostenible y los productos de inversión pasiva como los ETF, las medidas destinadas a reducir el riesgo de mala asignación de capital serán cruciales para facilitar la transición a un sistema financiero más sostenible.

5.2 Medidas propuestas para reforzar la confianza en las calificaciones ASG

El mercado de calificaciones y evaluaciones ASG es complejo y aún se está desarrollando, con una amplia diversidad de proveedores de distinto tamaño y alcance. Ello hace que cualquier acción en materia de regulación deba sopesarse adecuadamente para capturar el amplio espectro de ofertas de productos existentes y, al mismo tiempo, garantizar que las innovaciones futuras no queden fuera de alcance.

Asimismo, cualquier acción regulatoria debe ser proporcionada para acomodar tanto a los grandes proveedores multinacionales, que pueden estar sujetos a los marcos regulatorios existentes, como a aquellas entidades más pequeñas que no tienen tal experiencia de cumplimiento regulatorio, pero que tienen un papel valioso que desempeñar en el futuro.

ESMA y otras autoridades han propuesto, en el marco de la consulta pública sobre la estrategia renovada de financiación sostenible de la Comisión Europea³³, una regulación europea que aborde una definición común de calificaciones ASG que cubra el amplio espectro de posibles evaluaciones que se ofrecen actualmente. El cuadro 5 muestra las propuestas de ESMA³⁴.

33 En los resultados de la consulta pública, que han sido recientemente publicados, destaca que casi el 80 % de las respuestas están a favor de que la Comisión Europea actúe sobre este tema.

34 ESMA (2021c).

Definición legal	→	Calificación ASG significa una opinión sobre el impacto de una entidad, emisor o valor de deuda en la exposición a factores ASG, sobre la alineación con acuerdos climáticos internacionales o sobre características de sostenibilidad emitida utilizando un sistema de clasificación definido de categorías de calificación.
Registro y supervisión	→	A cargo de una autoridad a fin de garantizar que todas las entidades estén sujetas a los mismos requisitos organizativos, de conflictos de interés y de transparencia. ESMA podría asumir la competencia.
Requisitos de producto	→	Requisitos de producto específicos aplicables a las calificaciones y evaluaciones ASG: fuentes de datos actualizadas, confiables y transparentes, y metodologías sólidas que sean transparentes y contrastables.
Proporcionalidad	→	El marco normativo debe asegurar que las entidades más grandes y sistémicas estén sujetas a requisitos organizativos y de conflictos de interés que reflejen su creciente importancia en las finanzas sostenibles. Al tiempo, debe garantizar que las entidades más pequeñas se beneficien de exenciones apropiadas.

Fuente: Elaboración propia a partir de la respuesta de ESMA a la consulta de la Comisión Europea.

Entre las medidas propuestas, se subraya la ventaja que presenta ESMA para asumir la función de supervisión directa de estos agentes debido al alto nivel de concentración de proveedores en el mercado de calificaciones ASG y la experiencia de dicha autoridad en la supervisión de proveedores de calificaciones crediticias, lo que aseguraría economías de escala para los recursos de supervisión y tendría el beneficio para la industria en general de evitar diferentes mandatos regulatorios o de supervisión.

6 Relación entre productos de inversión e índices climáticos y de sostenibilidad

La UE ha dado pasos relevantes para construir un ecosistema financiero sostenible. Como se explica en la sección 2, el Reglamento de Taxonomía, el Reglamento sobre divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (SFDR³⁵) y el Reglamento sobre índices de referencia (BMR) son piezas clave del Plan de acción sobre finanzas sostenibles de la Comisión Europea que pretenden provocar cambios en los patrones de comportamiento en el sector financiero, desalentando el *greenwashing*, aumentando la transparencia, promoviendo inversiones responsables y sostenibles y facilitando a los inversores herramientas que les permitan identificar oportunidades de inversión que cumplan con sus objetivos de inversión sostenible.

En este contexto, a continuación se analiza la relación entre los productos de inversión y los índices de referencia en el área de la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros, cuyas obligaciones se

35 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.

recogen en el SFDR y en la modificación de BMR³⁶, así como en sus correspondientes normas técnicas de desarrollo³⁷. Posteriormente, se presenta información sobre los tipos de índices utilizados por los fondos de inversión sostenibles registrados en la CNMV, poniendo en evidencia la interrelación de los índices y la industria de gestión de activos a la hora de alinear las consideraciones de sostenibilidad y la transición hacia una economía baja en carbono. En esta sección también se ha incluido un apartado que compara la rentabilidad de los índices generales de mercado con índices de sostenibilidad ligados a la creciente preferencia por inversiones sostenibles.

6.1 El Reglamento sobre divulgación de finanzas sostenibles

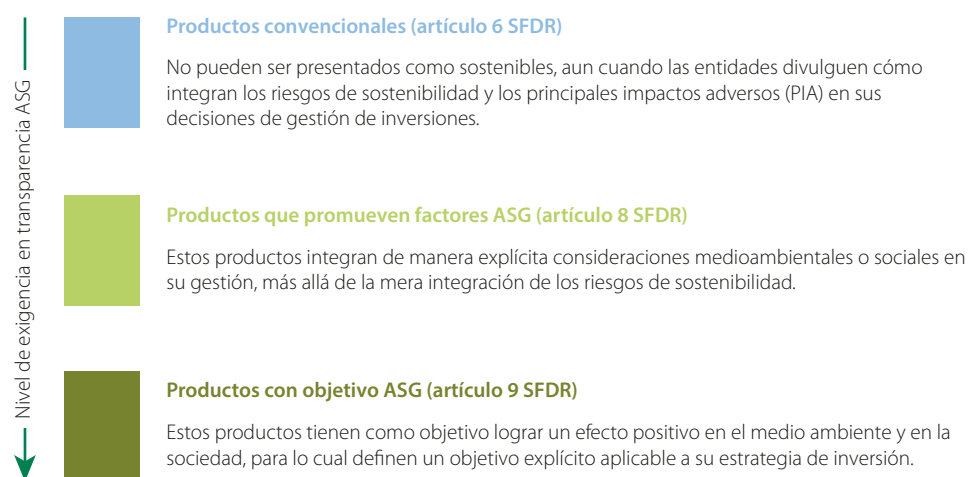
El objetivo de SFDR, que entró en vigor el 1 de marzo de 2021, tal y como se indica en su artículo 1, es establecer unas normas armonizadas sobre cómo los participantes en los mercados financieros y los asesores financieros deben informar a los inversores sobre los riesgos de sostenibilidad que puedan ocasionar un impacto material negativo en el valor de la inversión, sobre los principales impactos adversos de las inversiones en el medio ambiente y en la sociedad, y sobre cómo los productos financieros que se comercializan como relacionados con la sostenibilidad cumplen realmente esa ambición.

Para cumplir con este objetivo, el SFDR establece nuevas obligaciones de información que se ajustan al grado de ambición y compromiso con los criterios ASG que asuma el producto financiero, siendo más exigentes y detalladas para los productos que siguen objetivos de inversión sostenible, conocidos como *productos verde oscuro* o productos del artículo 9 de SFDR, que las aplicables a los *productos verde claro* o del artículo 8 de SFRD que promueven características ASG. Las nuevas obligaciones también alcanzan a los productos convencionales o no relacionados con factores ASG (véase cuadro 9) y afectan a la información contenida en la página web, a la información precontractual (en el caso de productos de inversión colectiva es el folleto) y a los informes periódicos anuales.

Con ello, se asegura la comparabilidad entre productos y se mejora el conocimiento por parte de los inversores finales de las credenciales de sostenibilidad de los productos financieros. Para poder cumplir con las nuevas obligaciones de divulgación, las propias entidades gestoras o promotoras de los productos han de clasificarlos en función de alguna de las tres categorías que recoge el cuadro 6.

36 Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo relativo a los índices de referencia de transición climática de la UE, los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia.

37 En el caso de las normas técnicas delegadas de SFDR, en la fecha de publicación del artículo las normas técnicas no han sido aprobadas (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_03_joint_esas_final_report_on_rts_under_sfdr.pdf; [jc_2021_22_-_joint_consultation_paper_on_taxonomy-related_sustainability_disclosures.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_22_-_joint_consultation_paper_on_taxonomy-related_sustainability_disclosures.pdf) (europa.eu)).



Fuente: Elaboración propia a partir de SFDR.

De acuerdo con el criterio recogido por la CNMV³⁸ acerca de la inclusión de elementos ASG en las denominaciones y en las comunicaciones comerciales de los productos, los relativos al artículo 8 de SFDR podrán incluir en su denominación elementos ASG únicamente si el porcentaje mínimo de inversiones que indiquen en el folleto para alcanzar las características ambientales o sociales que promueven supera el 50 %.

Respecto de la utilización de elementos ASG en las comunicaciones comerciales en general, fuera del ámbito de su denominación, solo los productos financieros de los artículos 8 o 9 de SFDR podrán incluir tales términos, siempre que el contenido del mensaje publicitario esté alineado con la información del folleto.

De forma muy sintetizada, las obligaciones de transparencia son las siguientes:

- Información sobre la política de integración de los riesgos de sostenibilidad en el proceso de toma de decisiones: se incluirá en la página web (artículo 3) y en la información precontractual a nivel del producto (artículo 6).
- Declaración acerca de la política relativa a incidencias adversas de las decisiones de inversión o de asesoramiento sobre los factores de sostenibilidad: se incluirá en la web a nivel de la entidad (artículo 4) y en la información precontractual a nivel del producto (artículo 7).
- Transparencia en la web de las políticas de remuneración de la entidad en relación con la integración de los riesgos de sostenibilidad (artículo 5).
- Cuando un producto promocione características medioambientales o sociales (siempre y cuando las empresas en las que se invierta observen buenas prácticas de gobernanza): se incluirá en la web (artículo 10), en la información precontractual (artículo 8) y en la información periódica correspondiente —el informe anual en el caso de IIC— (artículo 11).

38 CNMV (2021a).

- Información cuando un producto tenga como objetivo inversiones sostenibles: se incluirá en la web (artículo 10), en la información precontractual (artículo 9) y en la información periódica correspondiente —el informe anual en el caso de IIC— (artículo 11).

Es habitual que los productos financieros que consideran o persiguen objetivos ASG designen índices de referencia específicos para facilitar su estrategia de inversión y permitir la comparación de sus rendimientos. Para estos productos, el cumplimiento de las obligaciones de divulgación tiene unas especificidades, cuyas aspectos más relevantes se recogen a continuación:

- Los productos financieros con características ASG deben divulgar si, y de qué manera, el índice designado es acorde con dichas características y, de no utilizarse un índice de referencia, información sobre el modo en que el producto cumple las características de sostenibilidad.
- Los productos financieros que tienen como objetivo lograr un efecto positivo en el medio ambiente y la sociedad deben divulgar cuál es el índice de sostenibilidad que utilizan para medir el rendimiento sostenible y, de no utilizarse un índice de referencia, explicar de qué modo se cumple el objetivo sostenible.
- Los gestores de los productos que designen índices de referencia específicos deberán publicar en la página web cierta información sobre los datos de cálculo del índice de referencia, como la metodología utilizada para seleccionar los datos o cómo se calcula el índice (alternativamente, se puede incluir un hipervínculo al sitio web del administrador del índice).
- A partir del 1 de enero de 2022, los gestores deberán incluir en los informes periódicos la incidencia global de los productos financieros en materia de sostenibilidad mediante indicadores que midan el objetivo de inversión sostenible elegido. Cuando se haya designado un índice de referencia, deberán facilitar dicha información en relación con el índice, así como con un índice general del mercado para que se pueda comparar.
- Los gestores que indiquen que el producto financiero tiene como objetivo la reducción de las emisiones de carbono deberán incluir 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. En caso de que designen un índice climático, estas obligaciones se cumplen de manera más sencilla haciendo una referencia al índice e indicando dónde encontrar su metodología.

El cuadro 7 recoge las obligaciones de información específicas aplicables a productos financieros que han designado un índice como referencia.

	Artículos de SFDR	Productos que promueven criterios ASG (art. 8 de SFDR)	Productos con objetivos de inversiones sostenibles (art. 9 de SFDR)
Información precontractual	Artículos 8 y 9 de SFDR Artículos 18, 25 y 26 del borrador de RTS	<ul style="list-style-type: none"> – Indicación de si se ha designado un índice específico como referencia para determinar si el producto financiero está alineado con las características ASG que promueve. – Cómo tiene en cuenta el índice de referencia las características ASG de forma que se alinee continuamente con las características que promueve y la estrategia de inversión. – En qué se diferencia el índice designado de un índice general de mercado. – Información sobre dónde encontrar la metodología utilizada para calcular el índice. 	<ul style="list-style-type: none"> – Indicación de si se ha designado un índice específico como referencia para cumplir con el objetivo de inversión sostenible. – Cómo tiene en cuenta el índice de referencia los factores de sostenibilidad de forma que se alinee continuamente con el objetivo de inversión sostenible. – Por qué y en qué se diferencia el índice designado de un índice general de mercado. – Información sobre dónde encontrar la metodología utilizada para calcular el índice. – Cómo se asegura de forma continua la alineación de la estrategia de inversión con la metodología del índice. – Para los productos financieros que tengan como objetivo reducir las emisiones de carbono, si se utiliza un índice de referencia TC/AP, se debe incluir información sobre dónde encontrar la metodología empleada para calcular el índice. En caso contrario, se explicará en qué medida el producto financiero cumple los requisitos metodológicos establecidos en el Reglamento Delegado (UE) 2020/1818.
Página web	Artículo 10 de SFDR Artículos 32, 44 y 45 del borrador de RTS	<ul style="list-style-type: none"> – Descripción de cómo el índice utilizado como referencia se alinea con las características o los objetivos del producto, incluidas las fuentes de datos, las metodologías utilizadas para seleccionar esos datos, las metodologías de rebalanceo y cómo se calcula el índice. – Se puede incluir un enlace a la web del administrador si recoge esta información. 	<ul style="list-style-type: none"> – Descripción de cómo el índice utilizado como referencia se alinea con los objetivos del producto, incluidas las fuentes de datos, las metodologías utilizadas para seleccionar esos datos, las metodologías de rebalanceo y cómo se calcula el índice. – Se puede incluir un enlace a la web del administrador si recoge esta información. – Para los productos financieros que tengan como objetivo reducir las emisiones de carbono, si se utiliza un índice de referencia TC/AP, se incluirá un hipervínculo con la metodología empleada para el cálculo. En caso contrario, se explicará en qué medida el producto financiero cumple los requisitos metodológicos establecidos en el Reglamento Delegado (UE) 2020/1818.
Informes periódicos	Artículo 11 de SFDR Artículos 63, 69 y 70 del borrador de RTS	<ul style="list-style-type: none"> – Una explicación sobre la diferencia entre el índice ASG y un índice general de mercado. – Una explicación sobre el comportamiento de los indicadores de sostenibilidad que determinan el alineamiento del índice con las características u objetivos del producto. Se incluye un apartado específico para los índices TC y AP. – Una comparación de los rendimientos del producto financiero con el índice ASG y el índice general de mercado. 	

Fuente: Elaboración propia a partir de SFDR, de proyectos de normas técnicas de regulación sobre el contenido, las metodologías y la presentación de la información (borrador de RTS¹) y de los criterios publicados por la CNMV para su aplicación².

1 Joint Committee of the European Supervisory Authorities (2021).

2 CNMV (2021a) y CNMV (2021b).

6.2 Índices utilizados por los fondos de inversión sostenibles registrados en la CNMV

Hasta julio de 2021, se han registrado en la CNMV 135 fondos de inversión bajo las categorías de los artículos 8 y 9 de SFDR, pertenecientes a 56 entidades gestoras. En su mayor parte, estos fondos están catalogados como productos que promueven criterios ASG, es decir, como fondos verde claro según el artículo 8 de SFDR.

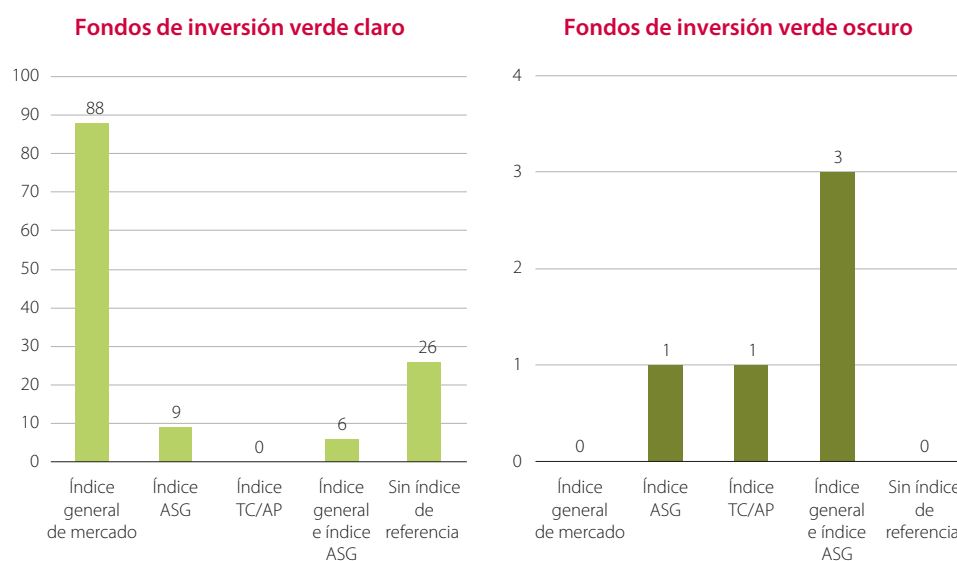
Solo se han registrado hasta ahora 6 fondos verde oscuro, del artículo 9 de SFDR, que persiguen objetivos ASG.

Como se aprecia en el gráfico 1, los fondos de inversión sostenibles utilizan de manera generalizada índices como referencia para medir su rendimiento.

En un análisis más detallado de la tipología de índices, se observa que los fondos de inversión verde claro en su mayoría utilizan índices generales de mercado, mientras que el número de fondos que utilizan índices específicos climáticos o de sostenibilidad es significativamente menor. Sin embargo, en el caso de los fondos de inversión verde oscuro, se puede observar que la mayoría de ellos utilizan índices específicos climáticos o de sostenibilidad.

Número de fondos de inversión sostenibles registrados en la CNMV en función del tipo de índice utilizado como referencia

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del registro de fondos de inversión de la CNMV.

Solo un fondo verde oscuro, con el objetivo de reducción de emisiones de carbono, ha designado un índice de referencia de transición climática de la UE. Este fondo tiene como objetivo de gestión replicar el índice Solactive 360 Euro IG Corporate CTB, catalogado como índice TC, y, de este modo, cubrir un objetivo de inversión sostenible consistente en una descarbonización mínima del 7 % anual, manteniendo una desviación máxima respecto al índice del 5 % anual.

De acuerdo con el folleto³⁹, la réplica del índice se realiza principalmente de manera sintética mediante un derivado OTC y, en menor medida, a través de la adquisición directa de los valores que componen el índice.

Para dar cumplimiento a las obligaciones de transparencia que corresponden a este fondo, su gestora recoge la información publicada por el administrador del índice. De este modo, aspectos como la definición del objetivo de sostenibilidad, los indicadores de sostenibilidad utilizados para medir su consecución (en este caso, los GEI) o los criterios que se siguen para seleccionar las inversiones que permiten lograr el objetivo de inversión sostenible provienen de la información publicada por el administrador del índice⁴⁰, de acuerdo con lo previsto en la regulación sobre índices climáticos y de sostenibilidad.

6.3 Análisis comparativo del rendimiento de índices tradicionales e índices climáticos y de sostenibilidad

El incremento de los activos que siguen estrategias de inversión sostenibles en los últimos años responde a una creciente demanda de los inversores, tanto particulares como gestores de inversiones. Un estudio reciente de Zeb y Morningstar⁴¹ revela que los activos netos de fondos sostenibles se han duplicado con creces desde 2018 y que más de la mitad (el 52 %) de los nuevos flujos netos que entraron en 2020 tuvo como destinatarios fondos sostenibles domiciliados en Europa.

Sin embargo, los incentivos para invertir en estos productos sostenibles no siempre se corresponden con una mejor rentabilidad esperada de las inversiones, lo que demuestra que en muchos casos los inversores están dispuestos a recibir menos rendimientos a cambio de invertir en empresas más sostenibles.

Un trabajo reciente publicado en el *Journal of Financial Stability*⁴² concluye que el alineamiento con los factores de sostenibilidad por parte de las empresas, así como la calidad en su nivel de transparencia son altamente valoradas por el mercado, pero de manera conjunta. Este mismo trabajo evidencia que los inversores aceptan rendimientos más bajos para mantener acciones más ecológicas y transparentes. Otro estudio de Bolton y Kacperczyk⁴³ señala que existe una «prima de carbono» en los mercados de acciones; esto es, que las empresas con mayores emisiones compensan a los inversores ofreciendo mayores rendimientos.

Si se compara el comportamiento del índice Ibex 35⁴⁴ con el del índice FTSE 4Good Ibex⁴⁵ durante el periodo de tres años y medio comprendido entre enero de 2018 y julio de 2021 —presentando ambos índices una correlación casi perfecta (de

39 Abanca Renta Fija Transición Climática 360, Fondo de Inversión. Folleto. 23 de julio.

40 Esta información está incluida en un documento anexo al folleto que recoge la información sobre sostenibilidad de acuerdo con el artículo 9 de SFDR.

41 Zeb y Morningstar (2021).

42 Alessi, Ossola y Panzica (2021).

43 Bolton y Kacperczyk (2021).

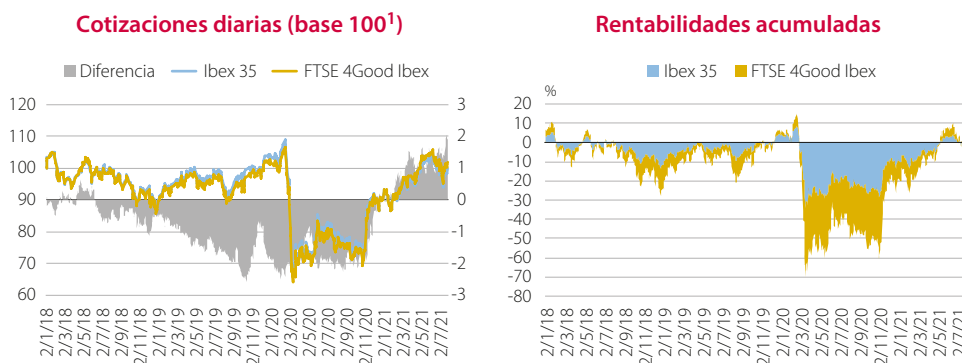
44 El índice Ibex 35, calculado y publicado por Sociedad de Bolsas, S. A. (Grupo BME), está compuesto por los 35 valores más líquidos negociados en la bolsa española. Sus componentes están ponderados por capitalización bursátil ajustada por capital flotante.

45 El índice FTSE 4Good Ibex, administrado por FTSE Russell y publicado diariamente por Bolsas y Mercados Españoles (BME), comprende empresas del índice Ibex 35 y del índice FTSE España All Cap que demuestran

0,99) —, se observa que el Ibex 35 supera sistemáticamente al índice FTSE 4Good Ibex a lo largo del periodo (véase gráfico 2).

Comportamiento comparado del Ibex 35 y el FTSE 4Good Ibex en el periodo enero de 2018 a julio de 2021

GRÁFICO 2



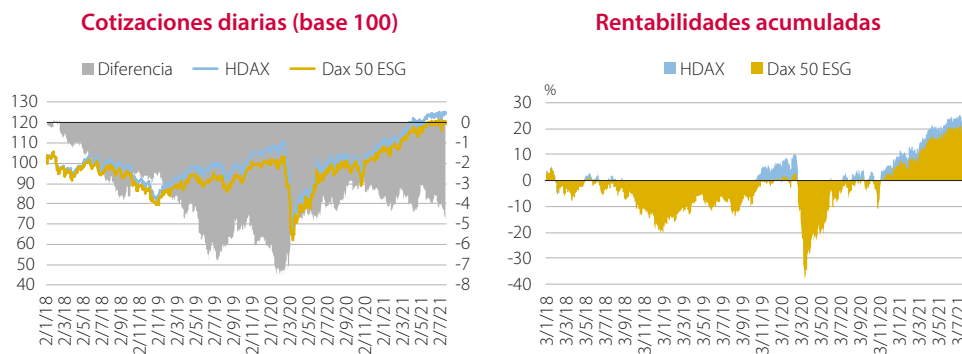
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

- 1 El eje secundario muestra la diferencia entre las cotizaciones diarias en base 100 del índice ASG y las del índice general de mercado.

La misma conclusión se obtiene cuando se comparan los índices HDAX⁴⁶ y Dax 50 ESG⁴⁷ en el mismo periodo. Con una correlación casi perfecta (también 0,99) el índice general de la bolsa alemana, que comprende las acciones de las 110 compañías más grandes y líquidas, es siempre más rentable que el índice que selecciona criterios ASG.

Comportamiento comparado del índice HDAX y del Dax 50 ESG en el periodo enero de 2018 a julio de 2021

GRÁFICO 3



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

buenas prácticas de sostenibilidad, con determinadas calificaciones ASG otorgadas por FTSE Russell. En la actualidad el índice está compuesto por 46 valores, de los cuales 30 forman también parte del Ibex 35.

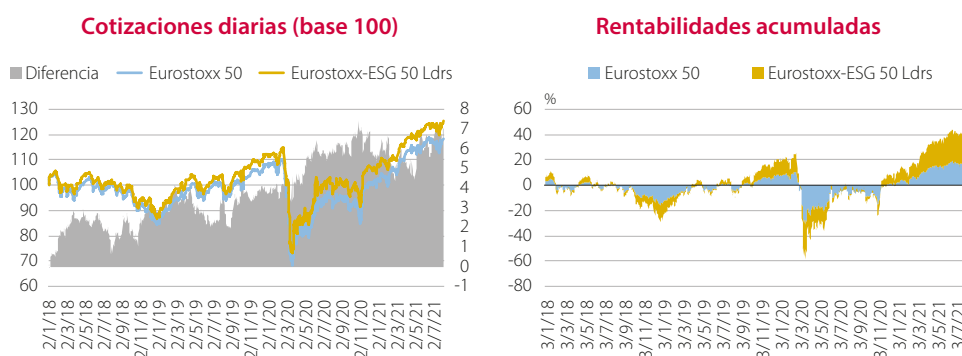
- 46 El índice HDAX, administrado por Deutsche Börse AG, está formado por todas las empresas que componen los índices Dax (compuesto por las 30 empresas más grandes y líquidas del mercado alemán), MDAX (incluye las 50 empresas con estándares de transparencia internacionales que están situadas inmediatamente por debajo de las incluidas en el índice Dax, excluido el sector tecnológico) y TecDAX (comprende 30 valores de las empresas más importantes del sector tecnológico en Alemania situadas también por debajo de las que componen el Dax en términos de beneficios y de capitalización bursátil).

- 47 El universo de selección del índice Dax® 50 ESG es el índice HDAX. Incluye las acciones de 50 del mercado alemán más grandes y más líquidas que cumplen con determinados criterios ASG.

Pero este mejor comportamiento de los índices generales no se da en todos los casos. Si se comparan las cotizaciones diarias y sus rentabilidades acumuladas desde inicios de 2018 hasta agosto de 2021, el índice Eurostoxx-ESG 50 Leaders⁴⁸ supera, durante prácticamente todo el periodo analizado, al índice general Eurostoxx 50⁴⁹.

Comportamiento comparado del índice Eurostoxx 50 y del Eurostoxx-ESG 50 Leaders en el periodo enero de 2018 a julio de 2021

GRÁFICO 4



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

El cuadro 8 presenta las rentabilidades acumuladas a 1, 2 y 3 años de los índices analizados.

Rentabilidades acumuladas a 1, 2 y 3 años de los índices Ibex 35, FTSE 4Good Ibex, HDAX, Dax 50 ESG, Eurostoxx 50 y Eurostoxx-ESG 50 Leaders¹

CUADRO 8

%	FTSE 4Good				Eurostoxx 50	Eurostoxx-ESG 50 Ldrs
	Ibex 35	Ibex	HDAX	Dax 50 ESG		
1 año	-11,709	-12,264	-16,498	-19,150	-14,240	-11,564
2 años	4,325	2,533	7,226	1,038	8,683	12,392
3 años	-9,970	-9,859	9,333	5,544	2,126	8,152

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

1 Fecha de referencia inicial: 2 de enero de 2018.

Un reciente estudio publicado por ESMA⁵⁰ también identifica cierta dispersión en los resultados de los índices ASG como resultado, en cierta medida, no solo de la

48 El índice Eurostoxx-ESG 50 Leaders, administrado por Stoxx Ltd, cubre, según la información publicada por su administrador, las 50 empresas líderes mundiales en términos de criterios ASG de 11 países de la zona euro (Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y España).

49 El índice Eurostoxx 50, también administrado por Stoxx Ltd, cubre, según la información publicada por su administrador, las 50 empresas más grandes entre 19 sectores en términos de capitalización en 11 países de la zona euro (Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y España).

50 La sección sobre finanzas sostenibles del informe ESMA (2021a) contiene un análisis del comportamiento de los índices ASG.

diferente composición de estos índices, sino también de los distintos proveedores de calificaciones ASG, que, como se señala en la sección 5, tienden a mostrar un bajo nivel de correlación.

En todo caso, es previsible que la demanda de productos de inversión sostenible se mantenga en la medida en que las empresas menos contaminantes sean consistentemente más rentables para los inversores que las empresas contaminantes. De lo contrario, las inversiones motivadas por principios de sostenibilidad pueden volverse particularmente volátiles durante crisis económicas agudas.

Un estudio de Döttling y Kim⁵¹ analiza cómo las preferencias de los inversores minoristas por inversiones socialmente responsables responden a las dificultades del mercado y corrobora que los fondos con las calificaciones de sostenibilidad más altas experimentan caídas más pronunciadas en sus flujos de entrada en momentos de estrés, como durante la pandemia del COVID-19. Esto sugiere que tiende a haber un alejamiento de la sostenibilidad entre las preferencias de los inversores minoristas ante un *shock* económico, lo que pone de relieve una fuente de fragilidad en el mercado de inversión socialmente responsable, cada vez más popular.

7 Conclusiones

Los índices climáticos y de sostenibilidad están llamados a desempeñar un papel importante en el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible, como impulsores de la movilización de recursos financieros hacia una economía más resiliente con el cambio climático y coherente con los principios de sostenibilidad.

Los avances en los últimos años han sido notables en materia de regulación, especialmente en la UE, que se sitúa como jurisdicción líder en esta materia. Esta regulación ha favorecido la demanda cada vez mayor de productos de inversión sostenibles. Sin embargo, todavía queda camino por recorrer para lograr que las herramientas disponibles para facilitar el acceso a la financiación de la transición sean realmente eficaces.

Es preciso integrar, con los incentivos adecuados, a las pequeñas y medianas empresas; avanzar respecto a la estandarización y transparencia en la información sobre sostenibilidad de las empresas; lograr una aplicación lo más amplia y completa posible de la taxonomía de actividades sostenibles; contar con calificaciones de sostenibilidad fiables, comparables y fácilmente accesibles, y mejorar el conocimiento, seguimiento y control de los riesgos de sostenibilidad, en sentido amplio, tanto los relacionados con aspectos climáticos directos y de transición como los relativos a una transición demasiado costosa o no ordenada hacia la sostenibilidad.

Ello contribuirá a que los índices de referencia puedan ejercer más eficazmente el papel que están llamados a desempeñar, contribuyendo a favorecer que los mercados realicen una asignación eficiente de capital para facilitar la transición a un sistema financiero más sostenible.

51 Döttling y Kim (2020).

Referencias y bibliografía

Abanca Renta Fija Transición Climática 360, Fondo de Inversión. Folleto. 23 de julio.

Alessi, L., Ossola, E. y Panzica, R. (2021). «What greenium matters in the stock market? The role of greenhouse gas emissions and environmental disclosures». *Journal of Financial Stability*. Vol. 54. 31 de marzo.

Bravo-Bosh, M.J. (2014). «La protección del medio ambiente en la antigua Roma». *Quaderni camerti di studi romanistici. International Survey of Roman Law*, n.º 42.

Bolton, P. y Kacperczyk, M.T. (2021). *Global pricing of carbon-transition risk*. 20 de julio.

CNMV (2021a). *Preguntas y respuestas sobre la normativa de sostenibilidad aplicable a los productos financieros: reglamento 2019/2088 (SFDR) y Reglamento 2020/852 (taxonomía)*. 1 de junio.

CNMV (2021b). *Comunicado sobre la próxima aplicación del Reglamento 2019/2088 sobre divulgación de información relativa a sostenibilidad en el sector financiero*. 18 de febrero.

CNMV (2021c). *Líneas estratégicas de la CNMV 2021-2022 Plan de actividades 2021*. 17 de marzo.

Comisión Europea (2018). *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible*. 8 de marzo.

Comisión Europea (2021). *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Estrategia para financiar la transición a una economía sostenible*. 6 de julio.

Döttling, R. y Kim, S. (2020). «Sustainability preferences under stress: Mutual fund flows during COVID-19». *VoxEU & CEPR*. 19 de agosto.

EU TEG (2019a). *Report on Benchmarks. Interim Report on Climate Benchmarks and Benchmarks' ESG Disclosures*. Junio.

EU TEG (2019b). *Handbook of Climate Transition Benchmarks, Paris-Aligned Benchmark and Benchmarks' ESG Disclosures*. 20 de diciembre.

ESMA (2020). *No action letter on sustainability-related disclosures for benchmarks*. 29 de abril.

ESMA (2021a). *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*. N.º 1, 2021.

ESMA (2021b). «Fund portfolio networks: a climate risk perspective». *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*. N.º 1, p. 73.

ESMA (2021c). «ESMA calls for legislative action on ESG ratings and assessment tools». 29 de enero.

ESMA (2021d). *Questions and Answers on the Benchmarks Regulation (BMR)*. Última actualización de 29 de julio.

Gobierno de España (2020). «Estrategia a largo plazo para una economía española moderna, competitiva y climáticamente neutra en 2050». 3 de noviembre.

Gómez-Yubero, M.J. y Palomero, M. (2021). «Estado de las reformas de los índices de referencia de tipos de interés». CNMV. *Boletín Trimestral 1/2021*, pp. 103 y ss.

IIA (2021). *Fourth Annual IIA Benchmark Survey*. 28 de octubre.

ISDA (2021). «Overview of ESG-related Derivatives Products and Transactions». 11 de enero.

Joint Committee of the European Supervisory Authorities (2021). *Final Report on draft Regulatory Technical Standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088*. 2 de febrero.

Mazzacurati, J. (2021). «ESG ratings: Status and key issues ahead». *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*. N.º 1, p. 105.

Naciones Unidas (2015). *Acuerdo de París*.

Red Eléctrica de España (2021). *El sistema eléctrico español. Avance 2020*. 12 de marzo.

Rodríguez de la Fuente, O. (2020). *Félix. Un hombre en la tierra*. Editorial GeoPlaneta.

World Commission on Environment and Development. United Nations (1987). *Our Common Future: Brundtland Report*. 20 de marzo.

Zeb y Morningstar (2021). *European sustainable investment funds study 2021: Catalysts for a greener Europe*.

