Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad y su contribución al cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (segunda parte)

María José Gómez Yubero (*)
Bárbara Gullón Ojesto
Miguel Palomero Aguilar

(*) Los autores pertenecen a la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV. Este artículo es responsabilidad exclusiva de sus autores y no refleja necesariamente la opinión de la CNMV. Los autores agradecen los comentarios y aportaciones de Helena Viñes.

Índice

Siglas utilizadas 7

1 Introducción 9

2 Crecimiento de los índices ASG 10

3 Utilización de los índices en la selección de inversiones ASG 12

3.1 Crecimiento de la inversión ASG y perspectivas de evolución 12

3.2 Los índices como facilitadores de las inversiones ASG 14

3.2.1 Utilización de los índices climáticos por los bancos centrales del Eurosistema 15

3.2.2 Utilización de los índices climáticos por los fondos de inversión europeos y por los fondos registrados en la CNMV 16

4 Incentivo a las empresas para iniciar la transición 19

4.1 Composición y rentabilidad de los índices climáticos 20

4.2 Incorporación de objetivos de descarbonización por empresas españolas 25

4.3 Caso del Ibex Gender Equality 27

5 Contribución a la reducción del riesgo de *greenwashing* 29

5.1 Impacto de los índices en la transparencia y la comparabilidad de la información ASG de los emisores 30

5.2 Riesgo de *greenwashing* a través de los índices 32

6 Obstáculos identificados y soluciones propuestas 33

6.1 Inconsistencias entre diferentes piezas legislativas 34

6.2 Diferente definición de las métricas 37

6.3 Creación de índices climáticos por administradores de índices significativos 39

6.4 Creación de nuevas etiquetas de índices ASG 40

6.5 Mejoras adicionales que también contribuirán a paliar el riesgo de *greenwashing* 42

7 Conclusiones 44

Referencias 45

Índice de cuadros

Cuadro 1 Número de índices con etiqueta climática disponibles en la UE, según el registro de ESMA 12

Cuadro 2 Ejemplo de diferencias de peso sectorial en índices Stoxx 21

Cuadro 3 Rentabilidad mensual histórica acumulada. Comparación índices base, PAB y CTB 21

Cuadro 4 Rentabilidad acumulada mensual por año de índices base, índices CTB e índices PAB 22

Cuadro 5 Representación de empresas españolas en los índices climáticos del administrador Stoxx 26

Cuadro 6 Ficha técnica del Ibex Gender Equality Index 28

Cuadro 7 Resumen de las recomendaciones de la Plataforma sobre Finanzas Sostenibles a la Comisión Europea en relación con BMR 36

Cuadro 8 Diferencia de cálculo de la intensidad de GEI en BMR y en SFDR 38

Índice de gráficos

Gráfico 1 Evolución del número de índices generales y ASG a nivel mundial 11

Gráfico 2 Valoración de los aspectos aportados por los índices ASG 15

Gráfico 3 Cuota de mercado de los fondos ASG de la UE y registrados en la CNMV a finales de 2022 (en términos de patrimonio gestionado) 17

Gráfico 4 Número de fondos de inversión ASG registrados en la CNMV en función del tipo de índice utilizado como referencia 18

Gráfico 5 Calificación media de las empresas europeas antes y después del Acuerdo de París por sector CNAE 23

Gráfico 6 Impactos en resultados y valor de las empresas incluidas en índices climáticos 25

Gráfico 7 Evolución de las emisiones de alcance 1, 2 y 3 de empresas españolas en índices climáticos Stoxx 26

Gráfico 8 Puntuaciones del índice de cambio climático en empresas pertenecientes a los índices climáticos frente a empresas no incluidas en los índices 27

Gráfico 9 Presencia femenina promedio en las nuevas compañías del Ibex Gender Equality Index 29

Índice de ilustraciones

Ilustración 1 Contribución de los índices climáticos y ASG a la economía sostenible 10

Siglas utilizadas

AFM	Autoridad neerlandesa para los Mercados Financieros
ASG	Factores ambientales, sociales y de gobernanza
BaFIN	Autoridad Federal de Supervisión Financiera de Alemania
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	Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, por la que se modifican el Reglamento (UE) n.º 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 (*Corporate Sustainability Reporting Directive*)
EBA	Autoridad Bancaria Europea
EBITDA	Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation)*
EE. UU	Estados Unidos
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones
ESRS	Estándares Europeos de Información de Sostenibilidad (*European Sustainability Reporting Standards)*
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Markets Authority)
EVIC	Valor de empresa incluyendo efectivo *(Enterprise value including cash*)
GEI	Gases de efecto invernadero
IIA	Index Industry Association
IIC	Institución de inversión colectiva
Índices PAB	Índices de referencia de la UE alineados con el Acuerdo de París
Índices CTB	Índices de referencia de transición climática de la UE
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores (International Organization of Securities Commissions)
MIFID verde	Reglamento Delegado (UE) 2021/1253 de la Comisión, de 21 de abril de 2021, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 en lo que respecta a la integración de los factores, riesgos y preferencias de sostenibilidad en determinados requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión
ODS	Objetivos de Desarrollo Sostenible
SFDR	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 (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*)
TEG	EU Technical Expert Group on Sustainable Finance
UE	Unión Europea

1 Introducción

Los índices de referencia son un instrumento cada vez más utilizado por la industria financiera y de gestión de activos para alinear objetivos de inversión y selección de activos, así como para la medición y seguimiento de su comportamiento; lo que les confiere un claro protagonismo como impulsores de la movilización de recursos financieros hacia una economía más sostenible y baja en carbono.

Por ello, su oferta no ha dejado de crecer, especialmente impulsada en los últimos años, por la creación de índices que toman en consideración factores ambientales, sociales o de gobernanza (en adelante, ASG). En reconocimiento a este papel, y siguiendo las recomendaciones del grupo de expertos técnicos en finanzas sostenibles (en adelante, TEG por sus siglas en inglés[1]), la regulación europea sobre índices de referencia se modificó en 2019[2] para crear dos nuevas etiquetas de índices que tienen en consideración la huella de carbono de los activos componentes (a ellos nos referiremos de manera genérica como índices climáticos), así como para mejorar y armonizar el nivel de transparencia de los índices que consideran o que persiguen objetivos relacionados con factores ASG.

Este papel fundamental en la canalización de financiación sostenible y en el tránsito a una economía descarbonizada se puede observar a través de tres funciones principales que desempeñan estos índices:

- Facilitan la selección de inversiones con objetivos ASG, tanto directas como a través de fondos de inversión y otros vehículos. Al tiempo, las obligaciones de transparencia de los índices facilitan a los proveedores de productos de inversión el cumplimiento de sus propias obligaciones de transparencia.

- Incentivan a las empresas a incorporar la sostenibilidad en su negocio y estrategia, y a mejorar su transparencia al respecto; lo que les permite acceder a los índices y facilitan su financiación en los mercados.

- Contribuyen a reducir el riesgo de *greenwashing* o blanqueo ecológico, tanto por el lado de las empresas que forman parte de su composición (ya que la selección se hace con arreglo a criterios regulados y por parte de entidades supervisadas, los administradores), como por el de los usuarios de los índices, gestores de fondos y proveedores de productos de inversión, ya que les facilita el cumplimiento de sus objetivos ASG con inversiones seleccionadas con criterios regulados identificadas por el administrador del índice.

---

1 Este grupo, denominado Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG), fue creado por la Comisión Europea en julio de 2018 para ayudarle en la implementación del plan de acción sobre finanzas sostenibles y, entre otros, con la propuesta de reglamento sobre índices de referencia climáticos. 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).

2 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.

A través de estas funciones, se convierten en palanca-clave de un círculo virtuoso que alinea a la comunidad de inversores con las consideraciones de sostenibilidad a largo plazo y con la transición hacia una economía baja en carbono; lo que favorecerá la asunción de dichos objetivos por parte de las empresas de la economía real.

Contribución de los índices climáticos y ASG a la economía sostenible ILUSTRACIÓN 1

Fuente: Elaboración propia.

Transcurridos más de tres años desde la aprobación de la regulación europea sobre etiquetas de índices climáticos y armonización de la información sobre factores ASG, este artículo, como continuación del trabajo publicado en 2021[3], trata de analizar si este círculo virtuoso se cumple en la práctica. Particularmente, con referencia a los índices climáticos y a cuáles son los factores que pueden obstaculizar su desarrollo. En línea con los hallazgos observados y, teniendo en cuenta que la Comisión Europea pretende revisar la normativa sobre índices de referencia y avanzar en la regulación de etiquetas sobre índices ASG, se recogen también las principales medidas propuestas para mejorar su eficacia.

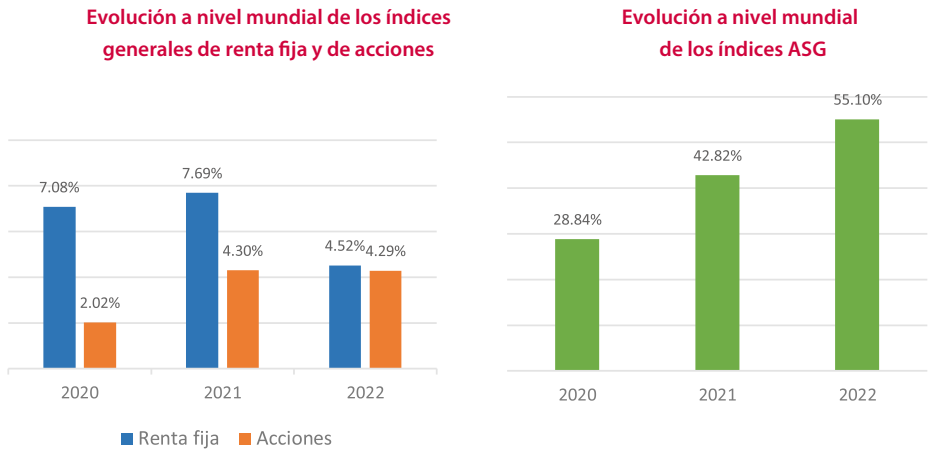
2 Crecimiento de los índices ASG

La oferta de índices disponibles en el mercado no deja de crecer y ofrece soluciones cada vez más innovadoras y orientadas al mundo de la sostenibilidad. Durante 2022, el número de índices a nivel global creció un 4,43 % y llegó a superar ampliamente la cifra de 3 millones. Los índices de acciones suponen un 76 % del total, si bien los índices de renta fija son los que presentan mayor crecimiento en los últimos años.

3 Gómez-Yubero y Gullón. (2021).

Evolución del número de índices generales y ASG a nivel mundial

GRÁFICO 1



Fuente: Rick Redding (2022).

El crecimiento de los índices a nivel global está liderado por los índices ASG[4] (incluyen tanto índices climáticos como los que se consideran factores ASG) que crecieron un 55 % en 2022; de nuevo con los índices ASG de renta fija a la cabeza para impulsar ese crecimiento. El número de índices ASG de renta fija ha aumentado un 95,8 % y, por primera vez, ha superado el número de índices ASG de renta variable, a pesar de que estos últimos han crecido un 24,2 %. En la actualidad, hay más de 50.000 índices ASG en todo el mundo[5].

En la UE hay 70 proveedores de índices de referencia inscritos en el registro de ESMA (54 registrados y 16 autorizados, de acuerdo con el artículo 34 del Reglamento BMR) y se estima que la cartera de índices que ofrece se aproxima a los 50.000[6].

El número de índices ASG[7], que ofrecen los administradores inscritos en el registro de ESMA, se estima en torno al 10 % de la oferta total de índices. Entre ellos, se encuentran los índices creados bajo las etiquetas climáticas reguladas en la UE, que ascienden a 149 (de los cuales 112 son Índices PAB y 37 son Índices CTB), según se desprende del registro de ESMA. A la fecha de elaboración de este artículo, solo 4 de los administradores inscritos en el registro de ESMA proveen este tipo de índices en

4 En este artículo nos referiremos de manera genérica a índices ASG o a índices de sostenibilidad, como a todos aquellos que integran de alguna manera factores ASG en su construcción; ya sea, de manera general, a partir de un universo no ASG o considerando uno o más factores específicos. Salvo que se especifique otra cosa, esta referencia incluye también los índices climáticos.

5 Estos datos se corresponden con las estimaciones de la sexta encuesta de la Index Industry Association (2022b).

6 El número exacto de índices no es sencillo de obtener ya que no existe un registro específico de índices, sino de administradores habilitados a ofrecer índices en el territorio de la UE. Sin embargo, tratándose de índices de terceros países, el registro de ESMA recoge cada uno de los índices ofrecidos por los administradores reconocidos (artículo 32 de BMR) o validados (artículo 33 de BMR). Además, la falta de un identificador único por índice también dificulta esta tarea.

7 En European Commission (2022c) puede encontrarse un análisis, a partir de una muestra de índices ASG, de las principales tendencias en la construcción de estos índices (metodologías más comunes utilizadas para seleccionar el universo invertible, los factores ASG más utilizados y componentes principales de estos índices).

la UE, según recoge el cuadro siguiente. La escasa proporción de índices PAB y CTB, en relación con la oferta total de índices en la UE, es congruente con su reciente creación, así como con la rigurosidad y las limitaciones que presenta su regulación (en la sección 6 se analizan en detalle los aspectos regulatorios que obstaculizan el desarrollo de estos índices).

Número de índices con etiqueta climática disponibles en la UE, según el registro de ESMA CUADRO 1

Autoridad competente	Localización	Administrador	Tipo de autorización	PAB	CTB	Total
AFM	Holanda	Euronext Amsterdam NV	Registro (artículo 34 BMR)	42	3	45
Bafin	Alemania	Solactive AG	Registro (artículo 34 BMR)	6	3	9
ESMA	Suiza	Stoxx Ltd.	Reconocimiento (artículo 32 BMR)	6	5	11
AFM (Países Bajos)	EE. UU.	S&P Dow Jones Indices LLC	Validación (Artículo 33 BMR)	58	26	84
Total				**112**	**37**	**149**

Fuente: Elaboración propia a partir de las páginas web de los administradores y de ESMA.

Además de los anteriores, hay otros administradores de terceros países —todavía no inscritos en el registro de ESMA— que también ofrecen índices climáticos de la UE. Se trata de FTSE International Limited (6 índices PAB y 6 índices CTB), de MSCI Limited (13 índices PAB) y de Bloomberg Index Services Limited (9 índices PAB y 1 índice CTB). Los tres administradores están ubicados en el Reino Unido e inscritos en el registro de administradores de la Financial Conduct Authority. Estos índices pueden ser utilizados en la UE y sus administradores disponen hasta el 31 de diciembre de 2023 para ser incorporados en el registro de ESMA como administradores de terceros países[8].

3 Utilización de los índices en la selección de inversiones ASG

3.1 Crecimiento de la inversión ASG y perspectivas de evolución

En los últimos años, los principios de sostenibilidad se han convertido en un conductor principal de las decisiones de inversión para muchos gestores, impulsados en gran medida por una demanda cada vez mayor por parte de los inversores y por el

8 El artículo 51, apartado 5, de BMR establece un periodo de transición hasta 31 de diciembre de 2023 para que los índices proporcionados por administradores de terceros países queden inscritos en el registro de ESMA. Durante este periodo pueden seguir siendo utilizados por las entidades supervisadas de la UE.

reconocimiento de que los rendimientos financieros están cada vez más ligados a los objetivos de sostenibilidad.

Así lo corrobora una encuesta de la Index Industry Association (IIA) entre 300 entidades gestoras de fondos de inversión en EE. UU. y Europa; según la cual el 85 % de los gestores reconoce que los criterios ASG se han convertido en una prioridad alta en su gestión, proporción que llega hasta el 94 % entre los gestores de fondos estadounidenses[9].

Esta misma encuesta revela que la razón principal para la adopción de criterios ASG es la demanda de los clientes, citada por el 54 % de los gestores encuestados. El deseo de un mayor rendimiento fue el segundo impulsor más señalado (44 % de los encuestados), destacando la creciente convicción de que existe una alineación entre los objetivos financieros y ASG. La diversificación de los rendimientos y de las políticas de inversión, unida a la preocupación con respecto a los factores ASG, siguieron constituyendo una motivación adicional para la adopción de ASG. Los últimos en la lista fueron la reputación y el riesgo regulatorio.

Según datos de McKinsey & Company[10], entre 2016 y 2021, el volumen global de activos gestionados con criterios ASG crecieron por encima del 19 % anual, muy por encima de la tasa de crecimiento promedio para la industria de gestión de activos en general (que creció un promedio anual cercano al 9 %). Según el mismo estudio, a finales de 2021, los activos gestionados globales en estrategias ASG alcanzaron un récord de 2,1 billones de dólares, lo que representa algo más del 3 % de los activos totales bajo gestión.

Sin embargo, la inversión ASG parece ser tan vulnerable a los impactos que afectan a la economía mundial como la inversión general, al menos a corto plazo, como demuestran los acontecimientos recientes. Según el estudio mencionado de McKinsey & Company[11], el estallido de la guerra en Ucrania, el fuerte aumento de la inflación y de los tipos de interés, la incipiente crisis energética europea y la consiguiente ralentización del crecimiento económico han provocado fuertes caídas en los mercados que también han tenido su reflejo en las inversiones ASG (que descendieron un 20 % en el primer semestre de 2022); lo que refleja que sigue la misma tendencia que toda la industria a nivel global. Sin embargo, mientras que los activos totales bajo gestión a nivel global experimentaron una salida neta de 1,14 billones de dólares, las estrategias ASG registraron solo una ligera salida de 8.000 millones.

Una situación similar se ha dado en la industria de fondos de inversión europeos ASG donde, según datos de ESMA[12], los fondos con inversión sostenible como objetivo (productos del artículo 9, bajo la regulación de divulgación de finanzas sostenibles (SFDR)) registraron entradas netas de 8.600 millones de euros en el primer trimestre de 2022; mientras que los inversores retiraron 3.300 millones de fondos que solo promueven características de sostenibilidad (productos del artículo 8 de la misma regulación).

---

9 Index Industry Association (2022a).

10 McKinsey & Company (2022).

11 McKinsey & Company (2022).

12 ESMA (2022b).

Estos datos parecen apuntar a que la movilización de fondos hacia inversiones ASG está adoptando una tendencia secular, en la que prima la credibilidad y la calidad de los compromisos ASG asumidos por los emisores y gerentes de productos, frente a la mera búsqueda de rentabilidad. La inversión ASG puede ser capaz de resistir los impactos y contratiempos porque no se considera transitoria ni se hace en respuesta a presiones externas, sino como parte central de la obtención de rendimientos financieros.

Puede afirmarse además, que, a pesar de la perspectiva económica global en deterioro, la inversión ASG seguirá creciendo. La encuesta mencionada anteriormente, de la Index Industry Association[13], constató que la proyección de crecimiento de la inversión ASG se ha acelerado notablemente desde donde se situaba hace solo un año. Según esta encuesta, en los próximos 12 meses, se espera que el 40 % de las carteras de gestión de activos incluya elementos ASG (lo que supone un aumento de 13 puntos porcentuales con respecto a la encuesta realizada en 2021). Esa proyección asciende a casi 6 de cada 10 (57 %) de las carteras en 5 años (que también supone un aumento de 13 puntos porcentuales desde 2021). En la próxima década, los encuestados esperan que los elementos ASG se incorporen en casi 2/3 (64 %) de sus carteras; mientras que esta previsión fue del 52 % en 2021.

3.2 Los índices como facilitadores de las inversiones ASG

Los índices de referencia se utilizan cada vez más por parte de los gestores de activos, tanto para facilitar la selección de activos como para evaluar el comportamiento de las carteras.

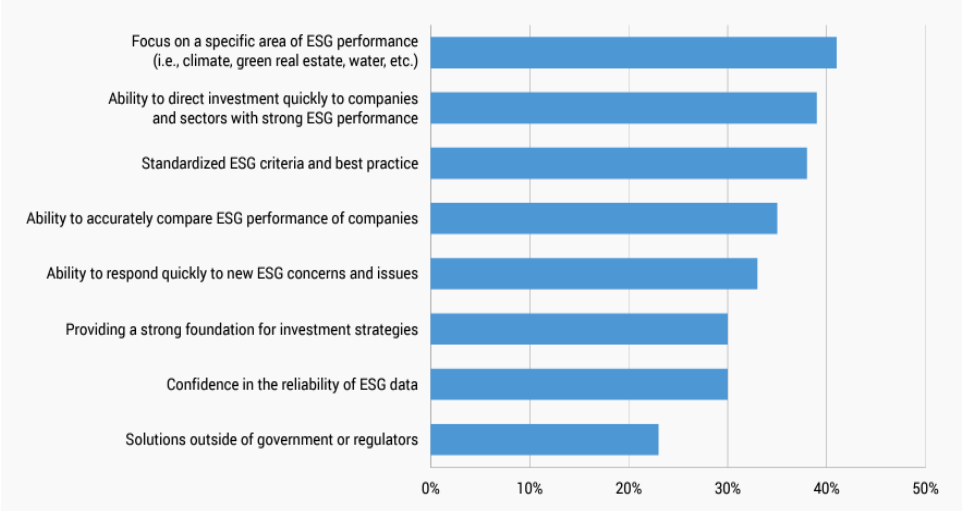
La encuesta realizada por la Index Industry Association en 2022[14] confirma que los índices desempeñan un papel importante en la inversión ASG. Casi todos los encuestados (99 %) utilizan índices de alguna forma: un 41 % (40 % en 2021) los usa con fines de medición y evaluación comparativa, y un 31 % (39 % en 2021) los usa para estrategias de inversión. Poco más de una cuarta parte de los encuestados (27 %; 19 % en 2021) utilizan índices, tanto para la medición como para las estrategias de inversión.

La encuesta también confirma que los gestores de activos confían (en un 95 %) en los proveedores de índices como impulsores de los factores ASG en la industria financiera; tanto como en los reguladores y en la propia industria de gestión de activos. Uno de los aspectos más valorados de los índices es su capacidad para facilitar las decisiones de asignación de capital ASG (véase el gráfico 2), así como su papel a la hora de facilitar el enfoque en un área específica del desempeño ASG (como el clima, el agua o los temas sociales) y de agilizar la adaptación de las inversiones a empresas y sectores con un sólido desempeño ASG.

13 Index Industry Association (2022a).

14 Index Industry Association (2022a).

Valoración de los aspectos aportados por los índices ASG GRÁFICO 2



Fuente: Index Industry Association (2022a). Resultados de la encuesta a 300 gestores.

Finalmente, los encuestados destacaron la necesidad de índices más especializados que se centren en aspectos o componentes específicos ASG (41 %); con mejores métricas ASG (40 %); mayor información sobre los datos ASG subyacentes utilizados en los índices (39 %), una mayor transparencia en la forma en que se compilan los índices (39 %) y una mayor estandarización de métricas y métodos entre los proveedores (29 %).

3.2.1 Utilización de los índices climáticos por los bancos centrales del Eurosistema

Uno de los ejemplos más relevantes del uso de los índices climáticos de la UE es la estrategia de descarbonización de las carteras de los fondos de pensiones del personal del BCE[15].

El BCE sigue una política de inversión responsable y sostenible en la gestión de sus carteras de política no monetaria, en línea con la política común seguida por los bancos centrales del Eurosistema[16]. Estas carteras contienen los activos en poder de los bancos centrales que no están relacionados con operaciones de política monetaria. Se trata de carteras de inversión denominadas en euros y fondos de pensiones del personal.

El fondo de pensiones del personal del BCE está gestionado de forma pasiva por dos gestores de activos externos que siguen una política de inversión responsable y sostenible basada en determinadas exclusiones y directrices de voto por delegación, que incorporan estándares medioambientales, sociales y de gobernanza. En 2020, todos los índices de referencia de acciones convencionales seguidos por el fondo de pensiones fueron reemplazados por sus índices equivalentes bajos en carbono; lo que redujo la huella de carbono de las carteras de acciones en más del 60 %.

15 BCE (2022).
16 BCE (2021).

A principios de 2022, el BCE también reemplazó el índice de referencia convencional, seguido por sus carteras de bonos corporativos, por un índice de referencia alineado con París; lo que se tradujo en ser uno de los primeros bancos centrales en adoptar esta práctica. Este índice PAB condujo a una reducción inicial del 50 % en las emisiones de carbono de la cartera de bonos corporativos y se espera una proyección de reducción constante adicional de, al menos, un 7 % anual en los próximos años; en línea con la regulación de estos índices[17].

El BCE, según señalaba en su informe anual de 2021, continuará explorando una posible extensión de los índices bajos en carbono a otras clases de activos de renta fija, dentro de su fondo de pensiones, para contribuir aún más a reducir su huella de carbono.

Otros bancos centrales del Eurosistema, como el Banco de Francia, también han comenzado a utilizar los índices climáticos de la UE para facilitar el cumplimiento de los objetivos climáticos asumidos para sus carteras de política no monetaria.

El Banco de Francia utiliza los índices de referencia convencionales como medida de comparación de las carteras que componen el fondo de pensiones de su personal. Sin embargo, ha asumido en la gestión la política de exclusiones sobre combustibles fósiles que siguen los índices PAB[18].

La cartera de renta variable del fondo de pensiones del personal del Banco de Francia presentaba a finales de 2021 una exposición promedio a combustibles fósiles del 0,33 % de sus ingresos, frente al 0,98 % de su índice de referencia convencional; con una reducción del 43 % respecto al año anterior. Esta disminución refleja la decisión del Banco de Francia de alinear gradualmente las carteras con los umbrales de exclusión que aplican los índices PAB. De este modo, el Banco excluirá a las empresas que obtengan del petróleo más del 10 % de sus ingresos; o más del 50 %, del gas[19].

3.2.2 Utilización de los índices climáticos por los fondos de inversión europeos y por los fondos registrados en la CNMV

Las estrategias de los fondos de inversión también tienen cada vez más en cuenta la generación de valor social y ambiental, además de la rentabilidad. A finales de 2022, el número de fondos de inversión españoles registrados en la CNMV, que manifiestan en sus respectivos folletos seguir estrategias de inversión relacionadas con la sostenibilidad, representan el 15 % del total, casi el doble de los registrados a

17 De acuerdo con su regulación (artículos 7 y 11 del Reglamento Delegado (UE) 2020/1818), los índices PAB han reflejar una intensidad de GEI, incluidas las emisiones de los ámbitos 1, 2 y 3, al menos un 50 % inferior a la de su universo invertible y una trayectoria de descarbonización de al menos el 7 % al año, de media.

18 Banco de Francia (2022).

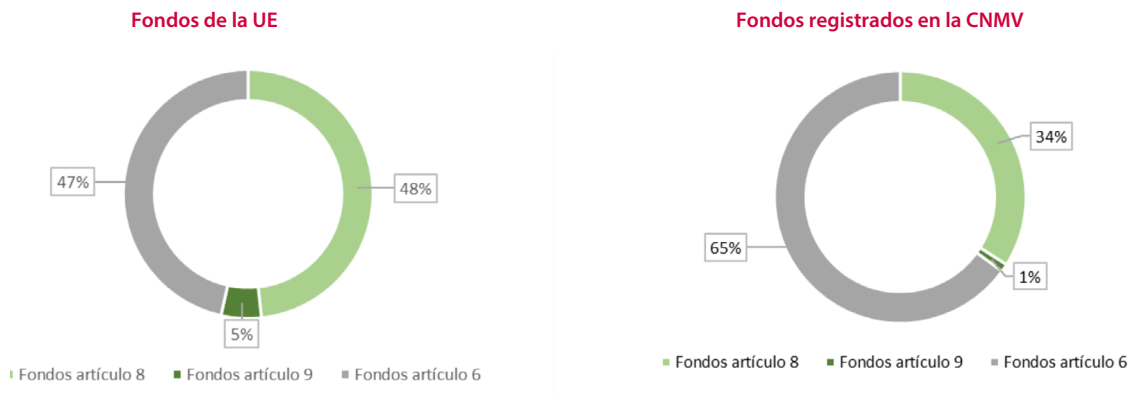
19 La regulación de los índices PAB (artículo 12 del Reglamento Delegado (UE) 2020/1818) exige que sean excluidas de la cartera del índice, entre otras, las empresas que obtengan un 1 % o más de sus ingresos de la prospección, la minería, la extracción, la distribución o el refinado de antracita, hulla y lignito; las que obtengan un 10 % o más de sus ingresos de la prospección, la extracción, la distribución o el refinado de combustibles líquidos; así como las que obtengan un 50 % o más de sus ingresos de la prospección, la extracción, la producción o la distribución de combustibles gaseosos.

mediados de 2021. En su mayor parte, estos fondos se clasifican como productos del artículo 8 del Reglamento SFDR[20] y un pequeño número (solo 14) se asocian al artículo 9 (a mediados de 2021 eran 5 los fondos clasificados como productos del artículo 9[21]).

En términos de patrimonio gestionado bajo criterios ASG, si a finales de 2021 el patrimonio de estos fondos ascendía a 68.400 millones de euros (un 20,3 % del patrimonio total), a finales de 2022 dicha proporción ha crecido en 15 puntos porcentuales (hasta el 35 %); y alcanza una cifra cercana a los 100.000 millones de euros (repartidos entre un 34 % para los fondos del artículo 8; y un 1 %, los del artículo 9).

A nivel de la UE, la cuota de mercado de los fondos del artículo 8 y 9 obtiene el 53,5 % del patrimonio total a finales de septiembre de 2022, según datos de Morningstar[22]. Esta cuota de mercado se reparte entre un 48,3 % para los productos del artículo 8, y un 5,2 % para los productos del artículo 9, según la misma publicación.

Cuota de mercado de los fondos ASG de la UE y registrados en la CNMV a finales de 2022 (en términos de patrimonio gestionado) GRÁFICO 3



Fuente: Datos de Morningstar y de la CNMV. Las diferentes fuentes de los datos empleados pueden hacer que algunas cifras no sean comparables.

Esta mayor oferta de productos alineados con la sostenibilidad parece ser promotora de que uno de cada tres partícipes en fondos de inversión reconozca que su interés por la inversión ASG ha aumentado debido, también, a la mayor relevancia de estos criterios en la sociedad. Esta es una de las conclusiones a las que llega la sexta edición de un estudio del Observatorio Inverco[23] que revela que más de la mitad de los ahorradores que conocen los criterios ASG los tienen en cuenta a la hora de invertir e, incluso, tres de cada diez lo hacen, aunque suponga renunciar a una parte de su rentabilidad.

20 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.

21 Estos artículos señalan los requisitos en materia de información precontractual que deben satisfacer los productos financieros que promuevan características medioambientales o sociales (artículo 8) y los productos financieros que tengan como objeto inversiones sostenibles (artículo 9).

22 Morningstar (2022).

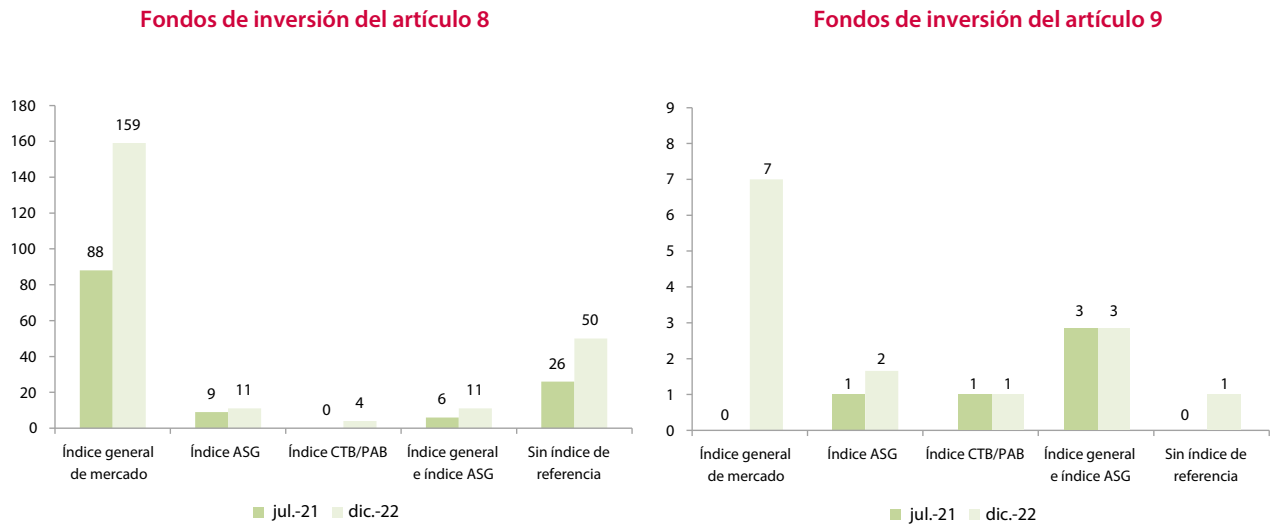
23 Observatorio Inverco (2022).

La utilización de índices de referencia climáticos y de sostenibilidad no ha experimentado, sin embargo, un crecimiento proporcional al experimentado por los fondos de inversión que declaran seguir estrategias de sostenibilidad.

La gran mayoría de los nuevos fondos de inversión registrados en la CNMV, con clasificación del artículo 8 o del artículo 9 del Reglamento SFDR, opta por utilizar como referencia para medir su rendimiento un índice general de mercado o carece de índice de referencia (el 89 % de los fondos del artículo 8 y el 57 % de los fondos del artículo 9, como puede apreciarse en el gráfico 4).

A finales del 2022, solo cuatro fondos de inversión del artículo 8 emplean índices específicos climáticos. La utilización por parte de fondos del artículo 9 sigue siendo la misma que a mediados de 2021; tan solo un fondo.

Número de fondos de inversión ASG registrados en la CNMV en función del tipo de índice utilizado como referencia GRÁFICO 4



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

A pesar de que los índices climáticos han sido regulados para facilitar la descarbonización de carteras y de las inversiones en empresas con trayectorias y compromisos en la misma línea, su utilización es muy limitada, incluso entre los fondos de gestión pasiva. De los 9 fondos de inversión que, a finales de 2022, seguían este modelo de gestión con índices ASG, solo uno utiliza un índice climático CTB[24].

El artículo 9, apartado 3, de SFDR incentiva la utilización de índices de referencia climática (ya sean CTB o PAB) en los fondos y otros productos de inversión sujetos a dicho Reglamento que tienen como objetivo la reducción de emisiones de carbono; ya que, de no utilizar tales índices, el fondo debe ofrecer una explicación detallada de cómo se lleva a cabo el esfuerzo permanente de alcanzar el objetivo de reducir las

24 Se trata de Abanca Renta Fija Transición Climática 360, Fondo de Inversión. Folleto. 23 de julio, fondo al que se refiere el epígrafe 6.2 de Gómez-Yubero y Gullón (2021).

emisiones de carbono con vistas a cumplir los objetivos del Acuerdo de París[25] sobre el calentamiento global a largo plazo.

En el caso del mercado español, de los 14 fondos registrados en la CNMV bajo el artículo 9, tan solo uno tiene como objetivo la reducción de las emisiones de carbono y, como se ha mencionado, dispone de un índice de referencia de transición climática.

La escasa utilización, no solo de índices climáticos sino también de índices ASG en general, puede deberse, en parte, a la falta de congruencia entre los requerimientos y las obligaciones de transparencia de los criterios ASG en BMR y en SFDR (tratados en la sección 6); situación que puede estar contribuyendo a que los fondos que se declaran *verdes* no sean tan *verdes* como parecen.

En esta línea parece concluir un reciente estudio publicado por ESMA[26] en el que analiza, para un universo de 3.000 fondos clasificados del artículo 8 y 9 de SFDR, la aplicación de posibles umbrales mínimos de inversión alineada con taxonomía a efectos de una eventual etiqueta *verde*. El estudio da como resultado que, si dicho umbral se sitúa en el 50 % de la cartera del fondo, menos del 1 % de la muestra lo cumpliría; porcentaje que se reduce al 0,5 % si se aplican determinadas exclusiones como la exposición a combustibles fósiles.

Como media, solo el 11 % del valor de las carteras de los fondos analizados cumplirían con los requisitos de alineación con la taxonomía. Porcentaje este que sube, como es de esperar, en los fondos del artículo 9, pero solo hasta el 19,2 %; y se reduce hasta el 9,7 % en los fondos del artículo 8.

4 Incentivo a las empresas para iniciar la transición

En la sección anterior, se ha concluido que, a pesar del considerable crecimiento de las inversiones ASG y del interés cada vez mayor de los inversores en la promoción de valores sociales y medioambientales, la utilización de índices ASG y, en particular, de los índices climáticos regulados en la UE es todavía limitada, aun cuando existe una oferta considerable de índices etiquetados como CTB y PAB.

Bajo esta premisa, es posible anticipar que su papel como incentivador de la incorporación de objetivos de descarbonización en las empresas podría ser también limitado. Sin embargo, es posible relacionar la composición y la rentabilidad de los índices con ajustes de comportamiento en emisores con compromiso de reducción de huella de carbono y de mejora en la divulgación de información relacionada (este último aspecto se trata en el epígrafe 5.1).

---

25 De acuerdo con la respuesta de la Comisión Europea a una cuestión sobre productos del artículo 9 del SFDR, si existe un índice PAB o CTB, un producto que tenga objetivos de descarbonización ha de utilizar este índice como referencia (aunque no especifica si de manera activa o pasiva).

26 ESMA (2022c).

4.1 Composición y rentabilidad de los índices climáticos

La oferta de índices climáticos de la UE se aproxima a los 150 (véase sección 2), lo que muestra distintas realidades geográficas o económicas[27] con el objetivo común de reducir la intensidad (o emisiones absolutas) de GEI en, al menos, un 7 % al año de media[28].

Estos índices se forman, bien a partir de un índice de referencia matriz o base; o bien, a partir de un universo de valores invertibles[29], al tiempo que conservan características de riesgo-rendimiento similares a las del índice-matriz. De este modo, se facilita la comparación del desempeño de dicha cartera global con la del índice, que incorpora aspectos extrafinancieros; en este caso, elementos medioambientales.

Debido a la exclusión de compañías o de activos que no cumplen los requisitos definidos por el índice, el número de compañías que lo componen será normalmente inferior al número de integrantes del índice-base. Por su parte, debido al mayor número de requisitos exigidos para formar parte de un índice PAB, estos estarán compuestos por un menor número de compañías, no solo en relación con el índice de referencia-base, sino también con su respectivo índice CTB.

Tomando como ejemplo la cartera de índices climáticos del administrador Stoxx, se observa que, en diciembre de 2022, de media, el 95 % de los integrantes de los índices de referencia-matriz están incluidos en sus respectivos índices CTB; mientras que este porcentaje se reduce al 84 % en el caso de los PAB.

En cuanto a su composición sectorial, los índices CTB presentan diferencias mínimas en relación con su índice-base; inferiores al 1 %. En los índices PAB, estas diferencias son más acusadas (hasta el 4 %) debido a que sectores de mayor impacto están infrarrepresentados (como *utilities,* bienes industriales y energía); mientras que sectores considerados a día de hoy de bajo impacto en el cambio climático tienen sobrerrepresentación (como el tecnológico, el sanitario y servicios financieros[30]).

---

27 Entre estos índices, se puede diferenciar los geográficos, los cuales intentan representar la realidad de una determinada área económica, de los dimensionales, que integran empresas en función de su tamaño. También se clasifican por los tipos de activos que incorporan: acciones o bonos. En su mayoría, estos índices son de renta variable. Cada uno de estos índices suele ser calculado y publicado varias versiones, como rendimiento total y rendimiento neto, así como utilizando las principales divisas de los mercados financieros.

28 El epígrafe 4.1 y el cuadro 2 de Gómez-Yubero y Gullón (2021) ofrecen una descripción detallada de los objetivos y requerimientos metodológicos de los índices PAB y CTB, así como de sus similitudes y diferencias.

29 El universo invertible está formado por todos los instrumentos invertibles de una clase de activo o un grupo de clases de activos.

30 Es preciso aclarar que el sector de los servicios financieros no está actualmente incluido en la taxonomía, por lo que no ha sido calificado en cuanto a su grado de sostenibilidad ambiental. Aunque el financiero es considerado como uno de los sectores con menos impacto directo en el medioambiente —debido a sus bajas emisiones de GEI—, su huella tiene lugar de modo indirecto, ya que el grueso de sus emisiones se concentra en el alcance 3, debido a la amplitud de sectores cubiertos con actividades como la concesión de préstamos, la inversión, la suscripción de seguros y la gestión de activos.

Ejemplo de diferencias de peso sectorial en índices Stoxx

CUADRO 2

Distribución por sectores	Índice-base (Stoxx USA 500) Número de integrantes	Índice-base (Stoxx USA 500) %	Índice PAB (Stoxx USA 500 PAB) Número de integrantes	Índice PAB (Stoxx USA 500 PAB) %	Diferencia absoluta (%)
Tecnológico	80	16	77	18	2
Sanitario	66	13	66	16	3
Utilities	28	6	6	1	4
Bienes industriales y servicios	76	15	54	13	2
Servicios financieros	25	5	24	6	1
Energía	23	5	3	1	4
Inmobiliario	29	6	29	7	1
Viajes y ocio	20	4	20	5	1

Fuente: Elaboración propia a partir de Stoxx.

Los índices climáticos presentan un comportamiento, en términos de rentabilidad histórica, mejor que sus índices-base. Además, los índices PAB se comportan mejor que los índices CTB.

Esta conclusión, puede ilustrarse con el ejemplo de los índices provistos por Stoxx y Solactive, como muestra el cuadro 3.

Rentabilidad mensual histórica acumulada. Comparación índices base, PAB y CTB

CUADRO 3

	Universo original	PAB	Meses que lleva publicándose PAB	Meses de mayor rentabilidad de índice PAB	% Meses de mayor rentabilidad de índice PAB	CTB	Meses que lleva publicándose CTB	Meses de mayor rentabilidad de índice CTB	% Meses de mayor rentabilidad de índice CTB
STOXX USA 900 index	45,3%	50,8%	56	31	55,4%	49,0%	56	31	55,4%
STOXX USA 500 PRICE USD	46,1%	50,1%	56	30	53,6%	48,9%	56	30	53,6%
STOXX EUROPE 600 USD PRICE	6,0%	10,5%	56	32	57,1%	7,9%	56	30	53,6%
Solactive GBS United Kingdom All Cap Index PR	4,3%	6,4%	13	5	38,5%	8,6%	13	5	38,5%
Solactive GBS Developed Markets Europe Large & Mid Cap USD Index PR	-10,4%	-8,4%	13	6	46,2%	-6,1%	13	7	53,8%
Solactive GBS Emerging Markets Large & Mid Cap USD Index PR	34,4%	55,4%	83	51	61,4%	37,4%	83	47	56,6%
Solactive GBS Developed Markets Europe Large & Mid Cap USD Index PR	-16,8%	-11,4%	11	7	63,6%	-9,6%	11	7	63,6%
EURO STOXX TOTAL MARKET USD	2,3%	5,3%	56	28	50,0%	4,1%	56	29	51,8%

Fuente: Elaboración propia a partir de Reuters.

Nota: la rentabilidad histórica acumulada se ha calculado en cada caso para el número de meses de existencia del índice PAB y CTB.

La mayor parte de los índices PAB analizados (casi 2/3) ofrece una mayor rentabilidad acumulada, no solo respecto del índice-base, sino también respecto del índice CTB. De media, los índices PAB ofrecen una rentabilidad acumulada superior respecto de su índice-base; en casi 6 puntos porcentuales. En el caso de los CTB, su rentabilidad supera en casi 4 puntos porcentuales a la de su índice-base.

No solo la rentabilidad histórica ha sido mayor, sino que las rentabilidades mensuales, tanto de los índices PAB como de los CTB, baten a las de sus universos comparables en más de la mitad de los meses.

En el análisis de rentabilidades anuales se observa que el inicio de la política monetaria de corte restrictivo, a partir de finales de 2021, para hacer frente a las tensiones inflacionistas, ha perjudicado en mayor medida a los índices con etiqueta climática. Durante el ejercicio 2022, la mayoría de estos índices tuvieron rentabilidades inferiores a las de sus índices-base, siendo el comportamiento de los índices PAB peor que el de los índices CTB.

Este diferente comportamiento puede encontrar justificación en el aumento de costes asociados a las inversiones y adaptaciones necesarias para el cumplimiento de objetivos climáticos, en un contexto de tipos de interés crecientes y de tensiones inflacionistas. La situación actual ha generado incertidumbre acerca del cumplimiento de los objetivos climáticos; lo que unido a la elevación de los precios de la energía que beneficia, al menos en el corto plazo, a las empresas con exposición a energías fósiles y a otros sectores no incluidos o infrarrepresentados en los índices climáticos, también puede explicarlo. En línea con esta idea, cabe mencionar que los sectores cuya capitalización se ha comportado mejor en 2022, en el mercado nacional, han sido el petróleo y la energía (+2 %); y materiales básicos, industria y construcción (+18,3 %), que son los más infrarrepresentados en los índices PAB[31].

No obstante, el menor rendimiento de estos índices durante el año 2022 no contrarresta el mejor comportamiento histórico.

Rentabilidad acumulada mensual por año de índices base, índices CTB e índices PAB CUADRO 4

Año	STOXX USA 500 PRICE USD	STOXX USA 500 Paris-Aligned Benchmark Price USD Index	STOXX USA 500 Climate Transition Benchmark Gross Return EUR Index	STOXX EUROPE 600 USD PRICE	STOXX Europe 600 Paris-Aligned Benchmark Price USD Index	STOXX Europe 600 Climate Transition Benchmark Price USD Index	Solactive GBS Emerging Markets Large & Mid Cap USD Index PR	Solactive ISS ESG Emerging Markets Paris-Aligned Benchmark TR Index	Solactive ISS ESG Emerging Markets Climate Transition Benchmark PR Index	EURO STOXX TOTAL MARKET USD	EURO STOXX Total Market Paris-Aligned Benchmark Price USD Index | Price History 30-Nov-2022 16:03	EURO STOXX Total Market Climate Transition Benchmark Price USD Index
2022	-18,2%	-23,1%	-21,7%	-17,7%	-18,1%	-18,1%	-22,6%	-9,9%	-12,8%	-19,3%	-19,7%	-19,5%
2021	22,6%	26,0%	25,9%	13,6%	12,9%	12,3%	-3,9%	8,4%	6,0%	12,1%	12,0%	11,4%
2020	21,5%	22,2%	20,8%	8,4%	10,9%	9,9%	16,7%	10,6%	6,5%	11,9%	12,9%	12,7%
2019	24,9%	26,1%	25,9%	17,7%	19,9%	19,1%	17,2%	21,1%	19,0%	17,3%	19,8%	18,8%

Fuente: Elaboración propia a partir de Reuters

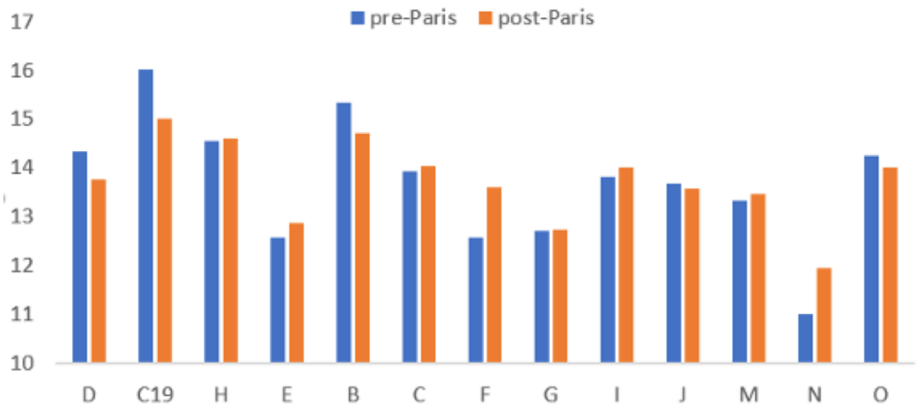
31 BME (2022c).

Factores como el menor riesgo crediticio que presentan las empresas con objetivos creíbles de transición carbónica y, por tanto, con menor riesgo de transición climática; así como el menor impacto en el rendimiento económico futuro —derivado de los precios de los derechos emisión de carbono— podrían encontrarse detrás del mejor comportamiento histórico de los índices con etiquetas PAB y CTB.

En efecto, el estudio de Carbone, S. *et al.* (2021) demuestra que las empresas con mayores emisiones de GEI están más expuesta al riesgo de transición y pueden tener una mayor probabilidad de quiebra y, por lo tanto, un mayor riesgo crediticio, ya sea ahora o en el futuro. Especialmente, si no tienen un plan creíble para la transición hacia una economía baja en carbono. Al tiempo, la divulgación de las emisiones y el establecimiento de objetivos prospectivos de reducción de emisiones están asociados con un menor riesgo crediticio y el impacto de los compromisos climáticos será mayor cuanto más ambiciosos sean los objetivos; tanto en términos de reducción porcentual de emisiones como de velocidad de reducción.

De hecho, tras el Acuerdo de París de 2015, las empresas más expuestas al riesgo de transición climática vieron deteriorarse sus calificaciones crediticias, mientras que otras empresas comparables no lo hicieron.

Calificación media de las empresas europeas antes y después del Acuerdo de París por sector CNAE[1] GRÁFICO 5



Fuente: Carbone, S. *et al.* (2021).

Notas: Eje Y: Calificación alfanumérica después de la asignación de la escala de calificación a valores ordinales que van del 1 al 21, de modo que un valor ordinal más alto indica una mejor calificación. Eje X: Sector CNAE: B – Industrias extractivas: C; – Industria manufacturera: D – Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado: E; – Suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos y descontaminación: F; – Construcción: G: – Comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos de motor y motocicletas: H; – Transporte y almacenamiento: I; – Hostelería: J; – Información y comunicaciones: M; – Actividades profesionales, científicas y técnicas: N; – Actividades administrativas y servicios auxiliares: O; – Administración pública y defensa: C19.

Aunque el trabajo mencionado concluye que las empresas que están mejor preparadas para la transición a la baja carbonización tienen un menor riesgo crediticio, también reconoce que el verdadero alcance de los riesgos crediticios relacionados con el clima aún podría ser subestimado, tanto por las agencias de calificación como por los mercados. Y esto es debido a las limitaciones existentes relacionadas con la fiabilidad y con la comparabilidad de las métricas de riesgo de transición climática, actualmente divulgadas por las compañías, y más aún, si se utilizan indicadores (*proxy*) por sectores de actividad (véase sección 6).

Cabe esperar que una mejora en la cobertura, la calidad y la comparabilidad de la divulgación de las emisiones de GEI y las estrategias de reducción de emisiones facilitaría una mejor evaluación y fijación de precios del riesgo climático a nivel de empresa.

La inclusión de empresas en los índices CTB y PAB exige la existencia de un plan de transición creíble: una trayectoria de descarbonización de al menos un 7 % anual, medida en términos de emisiones o intensidades de emisiones de GEI. Por ello, las conclusiones expuestas por Carbone, S. *et al.* (2021) son trasladables al comportamiento de los índices climáticos.

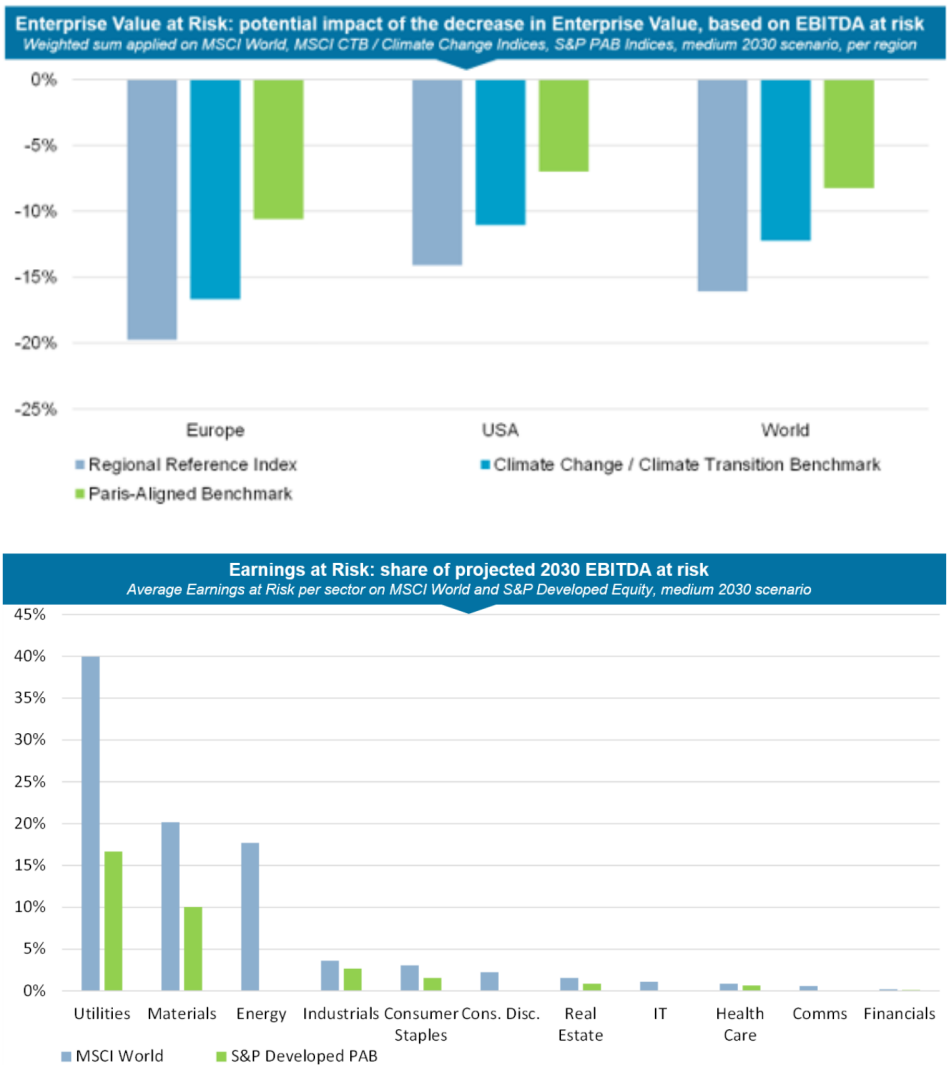
Otro de los factores que impacta en la apreciación del valor de las compañías es el precio de los derechos de emisión actuales y futuros. Diversos estudios[32] apoyan que los precios del carbono podrían representar un riesgo significativo para la cuenta de resultados de las compañías, sobre la base de sus emisiones actuales y de su salud financiera. En sectores como la energía, los materiales y las *utilities*, el aumento previsible del precio del carbono podría reducir hasta en un 50 % el EBITDA promedio del sector previsto para 2040.

Un estudio de Amundi demuestra que los índices PAB y CTB, en la medida que implican una descarbonización mínima de la cartera base del 50 % y del 30 %, respectivamente; y ponen dicha cartera en una trayectoria de reducción de emisiones de carbono a lo largo del tiempo, de al menos un 7 % por año, reducen significativamente el riesgo de fijación del precio del carbono. Por tanto, reaccionan mejor que sus índices-base a los cambios en el precio del carbono; hecho que repercute en las ganancias y en el valor de mercado, debido al sólido vínculo que existe entre las emisiones de carbono y el rendimiento financiero de una cartera.

La mejor rentabilidad esperada de los índices climáticos, debido a los factores expuestos, representa sin duda un incentivo para que las empresas asuman objetivos de descarbonización y mayores compromisos y credibilidad en la divulgación de sus métricas y estrategias de sostenibilidad. Todo ello permitirá que los inversores puedan evaluar mejor el riesgo de crédito relacionado con la transición de sus carteras y reducir así la probabilidad de que los mercados financieros valoren erróneamente el riesgo de transición del carbono.

32 Véase, por ejemplo, Amundi ETF (2022).

Impactos en resultados y valor de las empresas incluidas en índices climáticos GRÁFICO 6



Fuente: Amundi ETF (2022).

4.2 Incorporación de objetivos de descarbonización por empresas españolas

En este epígrafe, se analiza hasta qué punto la pertenencia a los índices climáticos es un incentivo para que las compañías que los integran reduzcan su huella de carbono a través de la evolución de las emisiones de las empresas españolas que forman parte de alguno de los índices CTB o PAB administrados por Stoxx, desde el año 2019 al año 2021.

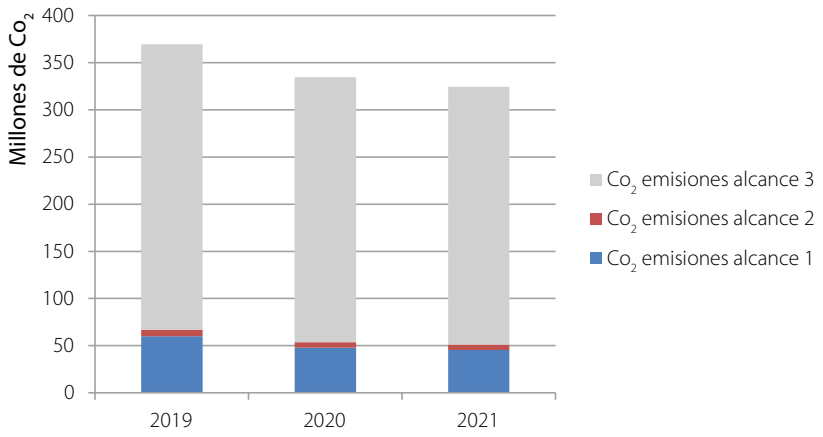
Durante este periodo, las empresas, en los índices, reducen las emisiones de alcance 1 en un 24,50 %; las emisiones de alcance 2, en un 13 %, mientras que las emisiones de alcance 3 disminuyen en un 9,7 %. Este descenso notable de las emisiones de alcance 1 y 2 podría ser indicativo del gran esfuerzo de las compañías por reducir las emisiones sobre las que pueden incidir de forma directa.

Representación de empresas españolas en los índices climáticos del administrador Stoxx CUADRO 5

	Original (%)	CTB (%)	PAB (%)
Eurostoxx	8,36	8,70	6,82
Stoxx Europe 600	3,99	4,18	3,73
Stoxx Global 1800	1,33	1,43	1,28

Fuente: Elaboración propia a partir de Stoxx.

Evolución de las emisiones de alcance 1, 2 y 3 de empresas españolas en índices climáticos Stoxx GRÁFICO 7



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Reuters.

Estas reducciones, sin embargo, no son superiores a las que se aprecian en el conjunto de las empresas españolas analizadas en el estudio realizado por la CNMV[33]. A esta misma conclusión se llega si se compara la evolución de las emisiones de las empresas españolas, incluidas en índices Stoxx, con aquellas empresas del Eurostoxx no incluidas en índices CTB y PAB. Por lo tanto, no es posible inferir que la pertenencia a los índices climáticos esté incidiendo de forma clara en la reducción de emisiones.

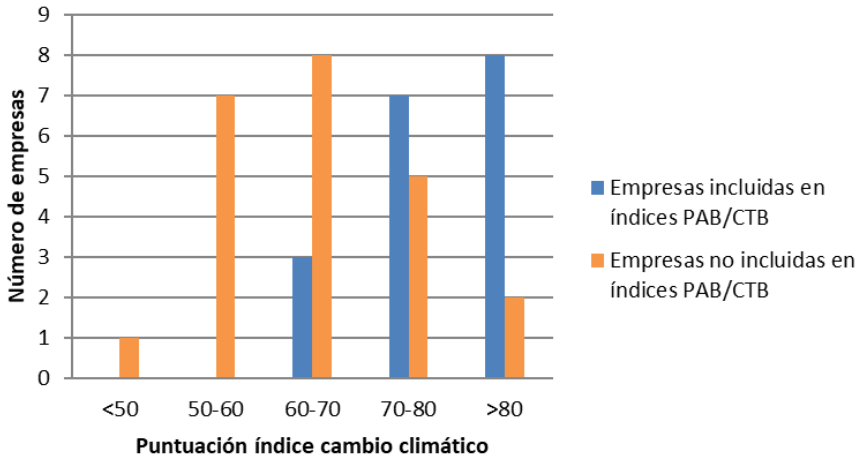
Sin embargo, el análisis del indicador de cambio climático, construido en el estudio CNMV (2023) para el conjunto de las empresas analizadas y para las empresas que pertenecen a índices climáticos, arroja resultados más favorables a la pertenencia a los índices. Este índice de cambio climático trata de medir el grado en que los

33 CNMV (2023c).

emisores han avanzado en la identificación de los riesgos y las oportunidades que conlleva el cambio climático y en las iniciativas para reducir sus emisiones de GEI.

Las empresas que están incluidas en índices CTB y PAB tienen mejor índice de cambio climático que aquellas empresas que no lo están. Mientras que las empresas incluidas en índices climáticos suelen obtener puntuaciones superiores a 70, las empresas no incluidas suelen tener puntuaciones inferiores.

Puntuaciones del índice de cambio climático en empresas pertenecientes a los índices climáticos frente a empresas no incluidas en los índices GRÁFICO 8



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de CNMV (2023).

4.3 Caso del Ibex Gender Equality

Merece la pena dedicar este epígrafe a un índice elaborado en España que, a pesar de su corta trayectoria, sirve como claro ejemplo del posible impacto positivo en los compromisos de sostenibilidad de las empresas y en la calidad de sus divulgaciones.

De los tres administradores registrados por la CNMV, solo uno de ellos ofrece hasta ahora algún índice que toma en consideración factores ASG: el Ibex Gender Equality Index, que trata de medir la igualdad de género de las compañías cotizadas españolas[34].

34 De acuerdo con su metodología, el índice trata de medir la evolución de las compañías españolas basándose en su exposición a la igualdad de género en España. En cuanto a los factores de sostenibilidad, el índice tiene como objetivo fomentar la igualdad de género en las compañías españolas cotizadas. BME (2022a).

Ficha técnica del Ibex Gender Equality Index

CUADRO 6

Universo elegible: IGBM (120 valores).

Cálculo del índice: las compañías han de cumplir dos requisitos simultáneamente:

- Entre un 25 % y un 75 % de presencia femenina en el consejo de administración.
- Entre un 15 % y un 85 % en la alta dirección.

Índice equiponderado (que evita el excesivo peso de las sociedades del Ibex). Se calcula en tres versiones: precios, dividendos y dividendos netos.

Datos de cálculo: datos que publica la CNMV sobre la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección de las sociedades cotizadas[35].

Fuente: BME (2022a).

En el momento de su lanzamiento, el 30 de noviembre de 2021, fueron 30 las compañías que entraron en el índice[36]. En la actualidad, tras la revisión de junio de 2022, tiene 45 componentes (de los cuales, 20 forman parte del Ibex 35; 12, del Ibex Small Cap; 7, del Ibex Medium Cap y otros 6, del IGBM[37]). La participación de los valores en el índice es equiponderada por lo que el peso de cada uno de ellos es del 2,2 %.

Este aumento del número de compañías que cumplen los requisitos en menos de 1 año puede ser indicativo de la eficacia del índice en el fomento de la asunción de criterios de presencia femenina en el consejo y en la alta dirección por parte de las compañías. De hecho, las nuevas compañías que se incorporan en el índice han realizado importantes esfuerzos; especialmente en la composición del consejo donde la representación de mujeres aumenta en un promedio de 12 puntos porcentuales. Las mujeres directivas también mejoran su representación en 3 puntos; hasta al 24 %.

Como se aprecia en el panel izquierdo del gráfico 9, la presencia de mujeres en los consejos y en la alta dirección de las empresas que forman parte del índice ha mejorado, en promedio, 5 y 2 puntos porcentuales, respectivamente, entre 2020 y 2021. A nivel de todas las empresas cotizadas, esta mejora fue, respectivamente, de 4 y 0,5 puntos porcentuales en el mismo periodo. Por otro lado, se situó en el 28,8 % la proporción de mujeres consejeras; y la representación de directivas, en el 185 %[38].

El índice también ha contribuido a mejorar la calidad de la información publicada por las entidades. De hecho, en diciembre de 2021 se revisó de forma extraordinaria su composición para incorporar 3 compañías que inicialmente no fueron incluidas porque habían reportado erróneamente la información a la CNMV[39]. El lanzamiento del índice dio lugar a la corrección de la información por parte de las entidades.

35 CNMV. «Presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección de las sociedades cotizadas».

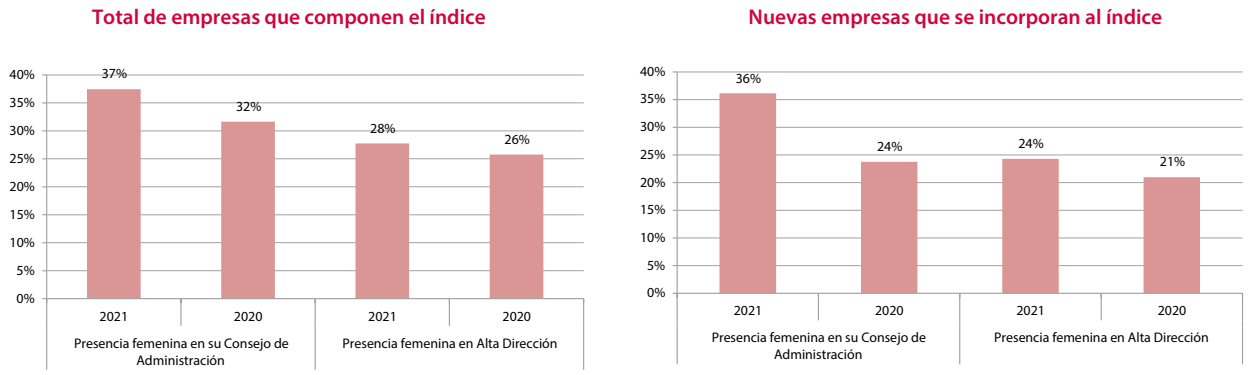
36 BME (2021a).

37 BME (2022b).

38 Todos los indicadores de representación utilizados en este epígrafe se refieren a la media de los correspondientes porcentajes que las mujeres consejeras y directivas representan en cada compañía.

39 De acuerdo con el aviso publicado por el administrador, estas compañías fueron Global Dominion, Logista y Telefónica. BME (2021b).

Presencia femenina promedio en las nuevas compañías del Ibex Gender Equality Index GRÁFICO 9



Fuente: Elaboración propia a partir de datos publicados por la CNMV sobre presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección de las sociedades cotizadas.

5 Contribución a la reducción del riesgo de *greenwashing*

Aunque no hay una definición legal ni consenso sobre el concepto de *greenwashing* o blanqueo ecológico, se puede afirmar que implica prácticas, intencionales o no, mediante las cuales la información sobre sostenibilidad divulgada públicamente (con respecto a una entidad o a un emisor, un instrumento financiero, un producto o un servicio) no refleja adecuadamente los riesgos y características de sostenibilidad subyacentes; lo que podrá inducir a error a los consumidores, a los inversores o al público en general.

El riesgo de *greenwashing* es posiblemente uno de los más importantes, desde la perspectiva del funcionamiento ordenado de los mercados, ya que puede generar ineficiencias en la formación de precios y favorecer la sobrevaloración de activos considerados *verdes*[40].

Este riesgo surge como consecuencia del rápido crecimiento de las inversiones ASG en un contexto de numerosas medidas legislativas[41] que, aunque tratan de

40 Este hecho puede dar lugar a la aparición de burbujas financieras y a lo que se conoce como prima de riesgo *verde* o *greenium* en los mercados, que puede llegar a generar menores costes de financiación para los emisores, ya que los inversores parecen estar dispuestos a renunciar a parte de la rentabilidad a cambio de la utilidad de tener activos *verdes*. Este comportamiento puede, a su vez, incentivar que los emisores recurran a divulgar información sobre objetivos de sostenibilidad no veraces, exacerbando así el ciclo de sobrevaloración de precios y de infraponderación de la falta de calidad de la información en el proceso de toma de decisiones por parte de los inversores.

41 En este sentido, basta mencionar la gran cantidad de iniciativas legislativas que se han impulsado en la UE desde que la Comisión Europea anunció su plan de acción sobre finanzas sostenibles en 2018: Reglamento sobre Taxonomía (2019); Reglamento sobre divulgación de información relacionada con la sostenibilidad (SFDR) (2019); Reglamento sobre índices de referencia climáticos (2019; Directiva sobre información sobre sostenibilidad empresarial (CSRD) (2022); Propuesta de Directiva de Diligencia Debida de Sostenibilidad Corporativa (2022), Propuesta de Reglamento sobre una norma de bonos verdes en la UE (2021) y MIFID verde (2022).

regularlas, su elaboración e implementación se está produciendo con cierto retraso y falta de sincronización; lo que da lugar a vacíos regulatorios e inconsistencias entre distintas normas.

En la actualidad, las autoridades europeas tanto de mercado de valores, como bancaria y de seguros están trabajando, de forma coordinada y por mandato de la Comisión Europea[42], para encontrar una definición única del fenómeno del *greenwashing* y para evaluar los problemas de implementación de la legislación sobre sostenibilidad, así como la respuesta supervisora[43].

5.1 Impacto de los índices en la transparencia y la comparabilidad de la información ASG de los emisores

Según datos de PIMCO[44], entre 2005 y 2018, el término ASG se mencionó en menos del 1 % de las presentaciones de resultados de empresas globales. Sin embargo, a partir de 2019 aumentó en un 5 %; crecimiento que llegó casi hasta el 20 % en 2021.

Si bien esta tendencia es indicativa del creciente interés por la inversión ASG, la transparencia es esencial para evitar que una carrera por el *oro verde* pueda conducir a la pérdida de confianza por parte de los inversores en las finanzas sostenibles, a decisiones de asignación de capital contrarias a sus objetivos y a prácticas de *greenwashing*.

El estudio realizado por la CNMV (2023[45]) incluye una estimación del potencial *greenwashing* en empresas que suministran información sobre emisiones y de su alineación con el Acuerdo de París. Dicha estimación se lleva a cabo comparando dos *ratings* construidos por Refinitiv: uno, a partir únicamente de la información suministrada por la propia empresa; y otro, que corrige el anterior utilizando otras informaciones públicas que cuestionan la información desvelada por los propios emisores.

Aunque esta estimación presenta importantes limitaciones que podrían condicionar sus resultados, de ella se deduce, de forma meramente aproximativa, que, si bien la mayoría de las empresas no realizaría un uso extensivo del *greenwashing*, las empresas de gran tamaño podrían estar más expuestas a ese riesgo dada la información que suministran a los mercados de valores.

---

42 Las tres Autoridades Europeas de Supervisión (ESMA, EBA y EIOPA) publicaron, en noviembre de 2022, una *call for evidence* (EBA, ESMA, EIOPA (2022) para recopilar información de las partes interesadas con el objetivo de mejorar la comprensión del concepto de *greenwashing*, sus características clave, sus impulsores y los riesgos asociados, así como para recopilar ejemplos de posibles prácticas de *greenwashing*.

43 El término *greenwashing* es el más comúnmente utilizado, y *a priori* hace referencia a aspectos medioambientales, esto es, a la letra «A» del acrónimo ASG. Sin embargo, es importante subrayar que los aspectos sociales y de gobernanza, es decir, las letras «S» y «G», también están involucradas. De hecho, ya se empiezan a oír términos como *social washing* o *sustainability washing*. Teniendo esto en cuenta, el trabajo de las autoridades europeas tratará de abordar el concepto de forma amplia, cubriendo los tres aspectos.

44 PIMCO (2021).

45 CNMV (2023c).

Si se aplica este mismo análisis a las compañías españolas que forman parte de índices CTB y PAB y se comparan con el resto de las empresas que no pertenecen a los índices, encontramos que, en consonancia con la anterior conclusión, un 33 % de las primeras tendrían posible riesgo de *greenwashing* en contraposición al 14 % de las empresas no incluidas. En ambos casos, este resultado podría explicarse por la mayor exposición mediática de las compañías de gran tamaño que, en general, también son las que están incluidas en los índices.

En este epígrafe se ha analizado si la inclusión de empresas en los índices climáticos supone un acicate para asumir objetivos de descarbonización creíbles y para divulgar información y métricas fiables. Para ello, se ha estudiado el comportamiento de las empresas españolas integradas en dichos índices.

En la actualidad, 24 empresas españolas forman parte de alguno de los índices CTB y PAB administrados por Stoxx. De acuerdo con la información disponible a través de Reuters, todas ellas publican información relativa a las emisiones de alcance 1, 2, y 3. Solo para el caso de 3 sociedades, se ha dado que las cifras publicadas generan alguna incertidumbre sobre emisiones de alcance 3, según los datos proporcionados por los propios emisores.

Para el cálculo de la huella de carbono se observa una creciente homogeneización del mismo debido al mayor número de empresas que siguen el GHG Protocol[46]. Si en 2019, de acuerdo con Reuters, ninguna empresa española reportaba conforme a dicho protocolo, en 2021, un 54 % de las sociedades españolas integradas en los índices CTB y PAB se ciñen a él en beneficio de una mayor homogeneización de los datos; lo que facilita la comparabilidad de las cifras por parte de los inversores.

Asimismo, todas las sociedades españolas incorporadas en algunos de los índices sostenibles de Stoxx, excepto 3, reportan objetivos claros de reducción de emisiones, en cuanto a fechas, así como de los porcentajes de reducción de la huella de carbono.

La fiabilidad de la información es fundamental para mitigar el riesgo de *greenwashing*. Sin embargo, al contrario que otro tipo de información, la que suministran los emisores sobre sus emisiones GEI no es fácil de validar por terceros; lo que podría, a su vez, incentivar a las empresas a proveer al mercado información que sesgara al alza sus esfuerzos contra el cambio climático.

Desde que en 2019 se crearan los índices CTB y PAB, se observa una generalización en la elaboración de informes ASG auditados. Antes de esa fecha, solo 4 de las 24 empresas españolas que actualmente están incorporadas en alguno de los índices Stoxx realizaban esta práctica.

---

46 El Protocolo de Gases de Efecto Invernadero (GHG Protocol) proporciona estándares, orientación, herramientas y capacitación para empresas y gobiernos a la hora de medir y gestionar las emisiones de efecto invernadero de operaciones, cadenas de valor y acciones de mitigación. El protocolo fue elaborado conjuntamente por el Instituto de Recursos Mundiales (WRI) y el Consejo Empresarial Mundial para el Desarrollo Sostenible (WBCSD). GHG Protocol trabaja con gobiernos, asociaciones industriales, ONG, empresas y otras organizaciones.

En paralelo, se observa que las empresas que no forman parte de estos índices climáticos no tienen el mismo grado de compromiso. Sin embargo, desde la introducción de dichos índices, se produce una mejora progresiva por parte de dichas compañías en su nivel de transparencia y en la asunción de compromisos de sostenibilidad; lo que allana el camino hacia su elegibilidad para formar parte de los índices climáticos.

De 27 empresas españolas que forman parte del Stoxx Europe 600, y que no están incluidas en índices CTB y/o PAB, se observa que en 2018 el 37 % no calculaba sus emisiones de alcance 1 y 2. Esta proporción se eleva al 59 % en el caso de las emisiones de alcance 3. En 2020, solo 4 empresas declaraban utilizar el GHG Protocol como procedimiento para contabilizar sus emisiones; sin embargo, en 2021, ya son 15 las empresas que utilizan dicho protocolo.

Finalmente, las empresas que no forman parte de los índices CTB y PAB no manifiestan compromisos claros de reducción de emisiones, pero, también en ese caso, se observa una mejora paulatina. En 2019, eran 11 las empresas que no publicaban un objetivo de reducción de su huella de carbono. Tan solo un ejercicio después, este número se ha reducido a 5 empresas.

5.2 Riesgo de *greenwashing* a través de los índices

En los índices de referencia debe existir congruencia entre el objetivo de inversión del índice declarado por el administrador y el objetivo real del propio índice. Si se producen desajustes entre los objetivos reales y los declarados por los administradores se puede generar confusión a los usuarios e inversores en general.

El riesgo de *greenwashing* también puede provenir de la divulgación de información por parte de los administradores sobre el impacto de sus índices, cuando se centra en políticas de exclusión que no dan lugar a la selección de un universo de inversión plenamente sostenible; o bien, si se presenta una estrategia de integración ASG pero no se asume el compromiso de utilizar consideraciones ASG en la toma de decisiones de inclusión de compañías en el índice.

La creación de índices de referencia similares a los regulados bajo las etiquetas PAB o CTB, pero con pequeños ajustes que los hacen quedar fuera de estas categorías legalmente reconocidas, puede dar la impresión de un sólido perfil ASG. Aun cuando la regulación de los requisitos de divulgación de información para los índices de referencia ASG reduce el riesgo de *greenwashing*, la falta de requisitos metodológicos que permitan a los usuarios de índices de referencia comparar diferentes índices de referencia que afirmen tener un perfil ASG sólido constituyen un factor que favorece dicho riesgo.

En el trabajo Gómez-Yubero y Gullón (2021) se identifica también que, 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 favorecer prácticas de *greenwashing*.

Estos ejemplos están en el foco de los reguladores y servirán para mejorar el marco regulatorio, introducir estándares de supervisión comunes efectivos y definir las respuestas supervisoras efectivas para asegurar una divulgación ASG consistente y comparable.

ESMA, en su hoja de ruta sobre sostenibilidad[47], identifica el seguimiento y evaluación de las prácticas de *greenwashing* como un objetivo horizontal. Además, identifica acciones concretas para contribuir a mejorar y lograr una regulación congruente con todo el paquete legislativo en materia de sostenibilidad. ESMA también ha planificado acciones concretas con el objetivo de alcanzar una convergencia en la aplicación de la normativa y en la supervisión efectiva, tanto de los índices climáticos como de los requisitos de transparencia sobre factores ASG exigibles al resto de índices.

La CNMV también contempla, como una prioridad transversal de su actividad supervisora, el seguimiento e identificación de posibles prácticas de *greenwashing* en los distintos ámbitos de su competencia, así como su prevención mediante la provisión de orientación y criterios al mercado, y el establecimiento de expectativas claras de supervisión. En relación con los índices de referencia, la CNMV tiene previsto revisar el cumplimiento de los criterios de divulgación ASG establecidos en el Reglamento BMR[48].

6 Obstáculos identificados y soluciones propuestas

La rápida evolución y la complejidad del marco legislativo sobre finanzas sostenibles ha dado lugar, por un lado, a una cobertura desigual de los diversos eslabones de la cadena de valor de la inversión sostenible y, por otro, a inconsistencias entre las distintas piezas legislativas; lo que está obstaculizando que instrumentos como los índices de referencia se puedan desarrollar y utilizar con plena eficacia.

Esta situación ocasiona diferencias interpretativas y de aplicación práctica lo que, en última instancia estimula, de manera voluntaria o involuntaria, prácticas de *greenwashing* o, más genéricamente, de blanqueo ASG; con la consiguiente amenaza para la protección del inversor y para el funcionamiento eficiente de los mercados.

En el trabajo publicado en 2021, fueron identificadas una serie de cuestiones que precisaban aclaración con el objetivo de mejorar la eficacia de los índices en su contribución a los ODS. Entre estas cuestiones, que siguen siendo válidas en la actualidad, se incluye 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

47 ESMA (2022a).
48 CNMV (2023b).

comparabilidad por parte de los posibles usuarios. También se propone adecuar la definición general de los índices de referencia a fin de que no sea posible crear índices ASG al margen de BMR.

En esta sección se profundiza el análisis e identificación de las principales deficiencias que obstaculizan el papel de los índices como catalizadores de las finanzas sostenibles; y se señalan las posibles soluciones. Muchas de ellas ya están siendo consideradas por las autoridades europeas y se ha iniciado su puesta en marcha.

Para la elaboración de esta sección, también se han tenido en cuenta las opiniones de los administradores y promotores de índices de referencia de sostenibilidad obtenidas a partir de una encuesta coordinada por ESMA que se llevó a cabo en 2022.

6.1 Inconsistencias entre diferentes piezas legislativas

Entre las inconsistencias más relevantes, destaca el concepto de «no causar un daño significativo» (*do not significantly harm* o DNSH, por sus siglas en inglés) a otros objetivos ASG que recoge el Reglamento BMR, por un lado, y los Reglamentos de Taxonomía y de Divulgación (SFDR) por otro; las diferencias entre inversiones y actividades sostenibles en SFDR y en el Reglamento de Taxonomía; y la ausencia de este concepto en BMR así como el uso de estimaciones y/o de información equivalente en métricas ASG y la diferente definición de las métricas para medir los mismos conceptos.

El Reglamento BMR menciona el concepto de DNSH al referirse a que las entidades que pueden ser incluidas en los índices climáticos no han de causar un daño significativo a otros objetivos ASG; lo que se traduce en exclusiones[49] aplicadas tanto a los índices PAB[50] como, a partir de 2023, a los índices CTB[51]. Entre estas exclusiones están, por ejemplo, las empresas cuyos ingresos provienen de actividades consideradas dañinas como las relacionadas con armas controvertidas o con el cultivo y producción de tabaco.

El Reglamento SFDR recoge el concepto de DNSH al definir inversiones sostenibles como «las inversiones en una actividad económica que contribuyen a la consecución de un objetivo medioambiental o social y que, además, no causan un perjuicio significativo a ninguno de dichos objetivos». Este principio está estrechamente vinculado

---

49 Estas exclusiones están recogidas en el artículo 10 (para los índices CTB) y en el 12 (para los índices PAB) del Reglamento Delegado 2020/1818 por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los estándares 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.

50 Artículo 3, apartado 1, punto 23 ter del Reglamento BMR (según modificación introducida por el Reglamento (UE) 2019/2089 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.

51 Artículo 19 ter del Reglamento BMR (según modificación introducida por el Reglamento (UE) 2019/2089 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.

a la divulgación de las principales incidencias adversas (PIA) de las decisiones de inversión sobre los factores de sostenibilidad[52].

Asimismo, en el artículo 3 del Reglamento de Taxonomía[53] se establecen los requisitos para que una actividad económica pueda calificarse como ambientalmente sostenible. Entre estos requisitos se encuentra el de no causar un perjuicio significativo a alguno de los objetivos medioambientales establecidos en su artículo 9. El tratamiento de este concepto en el Reglamento de Taxonomía se refiere solo a los aspectos ambientales; establece criterios más estrictos para evaluar su cumplimiento.

Las diferentes aproximaciones a lo que constituye una actividad nociva da lugar a situaciones contradictorias como, por ejemplo, que una empresa tabaquera pueda ser etiquetada como sostenible bajo criterios del Reglamento SFDR, ya que el tabaco no está incluido en ninguno de los PIA obligatorios; mientras que la misma compañía estaría excluida de los índices de referencia climáticos.

También es posible que los índices climáticos incluyan en su composición empresas que no se califican como sostenibles bajo SFDR. Por ejemplo, actualmente es posible que un índice CTB mantenga compañías de combustibles fósiles que dañarían el PIA sobre «exposiciones a compañías activas en el sector de los combustibles fósiles» o, de manera similar, que un índice PAB o CTB perjudique el PIA sobre diversidad de género, ya que este criterio de exclusión no está previsto en BMR.

Estas inconsistencias suponen una importante limitación para el uso de índices climáticos en productos sujetos a SFDR; y son particularmente relevantes en el caso de los productos del artículo 9 del SFDR que replican o utilizan como referencias índices climáticos.

La Comisión Europea creó en 2020, siguiendo lo previsto en el artículo 20 del Reglamento de Taxonomía, la Plataforma sobre Finanzas Sostenibles, esto es, un grupo de expertos que asesora a la Comisión sobre el desarrollo de la taxonomía y, en general, sobre las políticas relacionadas con las finanzas sostenibles. Entre sus trabajos, destacan las recomendaciones contenidas en el Informe sobre usabilidad[54], publicado en octubre de 2022, que aborda los desafíos a los que se enfrentan los usuarios de la taxonomía. Entre sus recomendaciones, la Plataforma propone determinadas modificaciones legislativas que pretenden alinear las diferentes regulaciones sobre sostenibilidad.

---

52 Reglamento Delegado 2022/1288, de 6 de abril 2022, por el que se completa el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo respecto a las normas técnicas de regulación que especifican los pormenores en materia de contenido y presentación que ha de cumplir la información relativa al principio de «no causar un perjuicio significativo», y especifican el contenido, los métodos y la presentación para la información relativa a los indicadores de sostenibilidad y las incidencias adversas en materia de sostenibilidad, así como el contenido y la presentación de información relativa a la promoción de características medioambientales o sociales y de objetivos de inversión sostenible en los documentos precontractuales, en los sitios web y en los informes periódico, Anexo I Cuadros 1,2 y 3.

53 Reglamento 2020/852, artículo 9: los objetivos medioambientales son: *a*) mitigación del cambio climático; *b*) adaptación al cambio climático; *c*) uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos; *d*) transición hacia una economía circular; *e*) prevención y control de la contaminación; *f*) protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas.

54 Platform on Sustainable Finance (2022). *Platform Recommendations on Data and Usability*. 12 de octubre.

El cuadro 7 recoge el resumen de las recomendaciones de la Plataforma que afectan al Reglamento BMR. Entre ellas, y para abordar las situaciones descritas anteriormente, la Plataforma propone alinear la definición de «daño» (contenida en BMR para los índices climáticos con la de SFDR), tomando en consideración los PIA en el diseño de los índices; y a su vez, homogeneizar las exclusiones (incluye el tabaco como actividad nociva, por ejemplo, tanto en SFDR como en BMR) para que queden perfectamente alineadas.

Resumen de las recomendaciones de la Plataforma sobre Finanzas Sostenibles a la Comisión Europea en relación con BMR CUADRO 7

Recomendaciones	Descripción	Prioridad[1]
Tema 49	Tener en cuenta la divulgación de información sobre sostenibilidad en el marco del Reglamento sobre Índices de Referencia (BMR) al modificar los PAI del SFDR. Específicamente: — Actualizar los requisitos de divulgación de índices de referencia basados en ASG para una completa alineación con los PIA de SFDR. — La divulgación de información sobre índices de referencia basados en criterios ASG debe incluir la alineación con la taxonomía. — Las PIA de SFDR sobre los indicadores de combustibles fósiles deben actualizarse para seguir el mismo desglose que las exclusiones para los índices PAB. — Las exclusiones de las PIA de SFDR y las de los índices PAB y CTB deben alinearse (p.ej., considerando ambas la exclusión del tabaco).	Alta
Tema 50	Incluir la exposición al tabaco como PIA y sustituir el Pacto Mundial de las Naciones Unidas por los Principios Rectores de las Naciones Unidas sobre las Empresas y los Derechos Humanos para lograr coherencia entre ambas regulaciones.	Alta
Tema 51	Los CTB deben alinearse con la definición de «daño» del SFDR, en el sentido de que se deben «considerar» los indicadores PIA en su construcción y con explicaciones claras sobre cómo se consideran los PIA. Aunque los PAB ya son consistentes con los PIA, en la gran mayoría de casos, se recomienda una alineación similar en aras de la coherencia entre los PAB y los CTB.	Media
Tema 52	Considerar el desarrollo de una taxonomía de «actividades nocivas siempre significativas» y, hasta entonces, incluir una breve lista de actividades sociales y ambientales «siempre principalmente adversas», como parte de los PIA, para utilizarlo como criterio de selección en BMR. Considerar el desarrollo y la implementación de índices de referencia alineados con los objetivos del SFDR para los restantes indicadores obligatorios PIA del SFDR.	Baja
Tema 53	Alinear las métricas de los PIA del SFDR, más estrechamente, con las requeridas en el BMR una vez que se revisen los PIA. En concreto, incluir el consumo de energía, los incidentes de discriminación, la diversidad ejecutiva y la compensación del CEO en los requisitos de divulgación de los índices de referencia para alinear mejor SFDR y BMR.	Media
Tema 54	Considerar, cuando se utilice una calificación o *rating* ASG en la presentación de informes de BMR, la obligatoriedad de informar sobre la metodología formal utilizada para crear dicha calificación.	Media
Tema 55	Revisar el ajuste inflacionario EVIC para tener en cuenta cada empresa participada dentro del índice.	Media
Tema 56	Revisar el Reglamento Delegado (UE) 2020/1818 para garantizar que el año base sea 2020 y se evidencie un 7 % interanual a partir de entonces; o que los requisitos del año 1 para cualquier nuevo CTB o PAB se calculen con la trayectoria del 7 % hasta 2020.	Media
Tema 57	Revisar el Reglamento Delegado (UE) 2020/1818 para permitir a los proveedores de índices de referencia elegir si trata la renta variable del sector financiero y de seguros como componente del sector de alto o bajo impacto.	Baja

Fuente: Platform on Sustainable Finance (2022). *Platform Recommendations on Data and Usability*. 12 de octubre.

1 La prioridad de las recomendaciones se refiere a la mayor o menor urgencia con la que la Plataforma considera que han de ser abordadas en la regulación, pero no a su importancia o impacto, ya que todas las recomendaciones se consideran igualmente necesarias.

6.2 Diferente definición de las métricas

El segundo asunto destacado sobre la falta de coherencia entre las obligaciones de transparencia en las diferentes normas está relacionado con las métricas ASG. Entre las discrepancias más relevantes cabe remarcar las derivadas de que las normas contemplan diferentes tipos de fuentes para desarrollar las métricas ASG (datos de las compañías, información equivalente y estimaciones); lo que da lugar a problemas de comparabilidad de la información y, también, obstaculiza el uso eficaz de los índices como referencia en productos regulados por SFDR.

No obstante, es preciso tener en cuenta que las nuevas normas de información sobre sostenibilidad que se desarrollarán en el marco de la CSRD, ayudarán a resolver algunos de estos problemas de inconsistencia entre las divulgaciones bajo los Reglamentos de Taxonomía, Divulgación y BMR; lo que reducirá, en cierta medida, la dependencia de estimaciones e información equivalente.

En cuanto al uso de estimaciones, actualmente no existen reglas claras sobre lo que constituyen estimaciones más o menos sólidas; lo que conduce a grandes diferencias en cuanto a su uso en SFDR, BMR y en el Reglamento de Taxonomía. Además, tampoco existe una regulación específica de los proveedores externos de datos ASG, con la consiguiente falta de transparencia de las metodologías utilizadas. Para contribuir a paliar esta debilidad, IOSCO[55] ha publicado recomendaciones sobre buenas prácticas que pueden adoptar los participantes de los mercados en su selección de productos y servicios de proveedores de datos ASG que requieren estimaciones.

La Plataforma recomienda que cuando un proveedor de índices utilice calificaciones o puntuaciones ASG en sus informes conforme a BMR debe informar sobre la metodología formal utilizada para crear dicha calificación o puntuación.

La futura regulación de los proveedores de datos, como los *ratings* ASG, que contempla la Comisión Europea resolverá en buena medida esta problemática[56].

Determinadas métricas, como la intensidad de gases de efecto invernadero (GEI) presentan discrepancias metodológicas, ya que la forma de cálculo en SFDR y en BMR es diferente. En el primer caso, la fórmula de cálculo de la intensidad de GEI utiliza los ingresos como denominador de la base absoluta, mientras que en la fórmula de BMR se utiliza el valor de empresa (EVIC). Esta disparidad puede plantear dificultades en la interpretación de la intensidad de GEI para una determinada empresa o cartera en la que se invierte; y puede llevar a los participantes en el mercado a conclusiones diferentes sobre la intensidad de GEI de un determinado producto financiero o índice de referencia.

---

55 IOSCO (2022).

56 A este respecto, la Comisión Europea llevó a cabo entre abril y junio de 2022 una consulta pública específica (European Commission, 2022a) sobre el funcionamiento del mercado de calificaciones ASG en la UE y sobre la consideración de los factores ASG en las calificaciones crediticias como paso previo a una posible iniciativa regulatoria.

Diferencia de cálculo de la intensidad de GEI en BMR y en SFDR

CUADRO 8

Intensidad GEI = tCO_2e/EVIC	Intensidad GEI = tCO_2e/Ingresos
Donde: tCO_2e: toneladas equivalentes de CO_2. EVIC: valor de la empresa, incluido el efectivo, calculado como la suma de la capitalización de mercado de las acciones ordinarias y preferentes, el valor contable de la deuda total y las participaciones no dominantes sin deducción de efectivo. Ingresos: ingresos totales de la empresa.	

Fuente: Elaboración propia.

Aunque la métrica de BMR presenta ventajas —como su mejor aplicabilidad tanto a las inversiones de renta variable como a las de renta fija, y un menor sesgo a favor o en contra de cualquier sector económico en particular—, también tiene inconvenientes como la elevada volatilidad que, en ocasiones, puede presentar el EVIC y la dificultad para calcular este dato si no se dispone de la capitalización bursátil.

Con el objeto de solucionar estas discrepancias, la Plataforma sugiere en su informe que las métricas de las declaraciones de los índices reflejen los factores ASG[57] de forma que estas estén completamente alienadas con las PIA del SFDR, así como con el Reglamento de Taxonomía. La Plataforma también recomienda que los índices de referencia y los fondos utilicen las mismas métricas para informar sobre la huella, intensidad y perfil de carbono general del producto financiero, y prefiere los requisitos de SFDR a los requisitos de BMR.

Una regulación común y coherente para el uso de estimaciones e información equivalente, así como sobre requisitos para la divulgación de las metodologías utilizadas para estimar ciertos datos clave —como las emisiones de GEI de alcance 3— es necesaria para mejorar la comparabilidad de los datos en virtud de estos tres reglamentos.

Las tres autoridades europeas de supervisión (EBA, EIOPA y ESMA) publicaron en abril de 2023 una consulta pública[58]. sobre modificaciones al Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 del Reglamento de Divulgación de Información sobre Finanzas Sostenibles (SFDR) que aborda gran parte de las incongruencias recogidas en este y en el anterior apartado, en relación, entre otros, con los indicadores de sostenibilidad, los principales impactos adversos y la divulgación de los objetivos de reducción de las emisiones GEI.

57 BMR exige que los administradores expliquen en la declaración sobre los índices de referencia cómo se reflejan los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) en cada índice de referencia o cada familia de índices de referencia elaborados y publicados.

58 EBA, ESMA y EIOPA (2023).

6.3 Creación de índices climáticos por administradores de índices significativos

El Reglamento BMR solicita a los administradores de índices significativos de la UE un esfuerzo para comercializar uno o más índices de transición climática CTB[59]. Este esfuerzo debía materializarse a partir de enero de 2022. Y aunque en la UE hay tres administradores que proporcionan índices significativos, ninguno de ellos ofrece índices CTB. Tan solo uno de estos administradores, Euronext Paris, ha lanzado un índice[60] que selecciona compañías dentro del universo del índice CAC con objetivos de reducción de emisiones en línea con el Acuerdo de París. Sin embargo, aunque considera objetivos de descarbonización, este índice no se ajusta exactamente a las características de los índices CTB ni PAB.

Son varias las razones que estos proveedores señalan para justificar esta situación, algunas de ellas, ya recogidas en los epígrafes anteriores, como las incongruencias en materia de identificación de actividades nocivas y DNSH, la falta de alineación entre los factores ASG de BMR y las PAI de SFDR, así como las diferencias de cálculo de indicadores de sostenibilidad como la intensidad de GEI.

La calidad insuficiente de los datos necesarios, el coste para acceder a información estimada o equivalente y los diferentes requisitos de divulgación son también argumentos que frenan el lanzamiento de estos productos. En particular, a pesar de que la inclusión en el cálculo de las emisiones GEI de ámbito 3 para los índices PAB y CTB se produce gradualmente, en función de los sectores[61], los administradores solicitan mayor flexibilidad debido a la escasa cobertura y disponibilidad actuales de estos datos.

La diversidad de proveedores de datos y metodologías existentes en el mercado (muchas de ellas poco transparentes), la falta de estandarización de las calificaciones de sostenibilidad y el coste añadido que supone contratar un proveedor de datos ASG (que proporcione toda la información necesaria para desarrollar los índices CTB) también se consideran factores que obstaculizan su desarrollo.

Finamente, algunos administradores también señalan la falta de interés del inversor y la ausencia de peticiones de estos índices por parte de los emisores.

---

59 Artículo 19 del Reglamento BMR (según modificación introducida por el Reglamento (UE) 2019/2089.

60 Euronext (2023).

61 Los datos de emisiones GEI de ámbito 3 se incorporan por fases según el sector:
- Diciembre de 2020: energía y minería.
- Diciembre de 2022: transporte, construcción, edificios, materiales e industria.
- Diciembre de 2024: resto de sectores.

6.4 Creación de nuevas etiquetas de índices ASG

La Comisión Europea está explorando la posibilidad de introducir una nueva etiqueta para índices de referencia que abarque todos los factores ASG como complemento a las etiquetas actuales de índices climáticos[62], lo que impulsaría la canalización de flujos de capital hacia inversiones más sostenibles y seguiría ayudando a abordar el banqueo ASG. Los dos índices climáticos, hasta ahora regulados, se centran muy específicamente en la reducción de las emisiones de GEI y los objetivos del Acuerdo de París y atienden solo a un aspecto del universo ASG. Por tanto, existe margen para crear una nueva etiqueta que abarque todo el espectro ASG.

Muchos inversores confían actualmente en los llamados índices de referencia ASG para justificar la característica relacionada con la sostenibilidad de su cartera o de los productos de inversión que ofrecen. Sin embargo, la comparabilidad y fiabilidad de estos índices ASG se ve afectada por la falta de armonización de sus metodologías y por las dudas que plantea a los inversores el nivel de ambición de los objetivos perseguidos. Actualmente, los únicos requisitos reglamentarios aplicables a los índices ASG son los de divulgación, establecidos en los reglamentos delegados correspondientes[63], lo que resulta insuficiente para garantizar un nivel adecuado de armonización entre los diferentes índices. Armonizar la metodología de estos índices es fundamental para garantizar un sello de calidad y un elevado nivel de protección de los inversores.

A fin de no incurrir en los mismos defectos de los que adolece la regulación actual sobre índices climáticos[64], es preciso que el calendario de creación de dichas etiquetas sea coordinado y sincronizado con las demás legislaciones sobre finanzas sostenibles.

Para garantizar la coherencia entre BMR y el Reglamento de Taxonomía, la Comisión Europea debe presentar un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la adaptación de las normas mínimas de los índices de referencia climáticos a la taxonomía (apartado 4 del artículo 54 del Reglamento BMR).

También debe presentar un informe sobre la viabilidad de «índices de referencia ASG», teniendo en cuenta el carácter evolutivo de los indicadores de sostenibilidad

---

62 Para ello, la Comisión Europea ha realizado una consulta pública (European Commission, 2022b) previa a una posible propuesta normativa que regule la metodología de los índices ASG y su transparencia.

63 Reglamento Delegado (UE) 2020/1816 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la explicación en la declaración del índice de referencia de cómo se reflejan los factores ambientales, sociales y de gobernanza en cada índice de referencia elaborado y publicado; y el Reglamento Delegado (UE) 2020/1817 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al contenido mínimo de la explicación de cómo los factores ambientales, sociales y de gobernanza se reflejan en la metodología del índice.

64 La regulación de los índices climáticos y los requisitos de divulgación de los índices que consideran factores o persiguen objetivos ASG fue adoptada con anterioridad a la publicación del Reglamento de Taxonomía; lo que da lugar a que los factores ASG de BMR se refieran a empresas cuyas actividades se encuentran identificadas en CNAE cuando sería más útil para los usuarios disponer de información sobre las actividades relacionadas con la taxonomía.

y los métodos utilizados para medirlos. El informe irá acompañado, en su caso, de una propuesta legislativa (apartado 5 del artículo 54 del Reglamento BMR).

Para ello, en términos de prioridad, sería conveniente que, primero, se definan las normas mínimas para los productos financieros clasificados en los artículos 8 y 9 del SFDR, como etiquetas de producto y, a continuación, identificar cómo interactuarían con una metodología de índices ASG.

Las etiquetas de los nuevos índices ASG podrían articularse definiendo umbrales mínimos de los diferentes indicadores de sostenibilidad, o bien, exigiendo una mejora mínima en relación con el universo invertible para cada uno de los indicadores de sostenibilidad; o una combinación de ambas técnicas. A fin de facilitar su implementación, los umbrales que definan la etiqueta podrían aumentarse hasta llegar al objetivo final de forma gradual. De modo que, en una primera fase, la etiqueta se articule con unos umbrales en los indicadores de sostenibilidad relativamente bajos, de modo que hagan viable su implementación. A todo esto, cabe añadir que, todavía resulta costoso y difícil acceder a la información sobre sostenibilidad de las compañías y que el grado de implementación y el alcance de la taxonomía tienen aún un amplio recorrido por delante.

En línea con esta propuesta, es conveniente mencionar las conclusiones del trabajo publicado por ESMA (ESMA 2022c). Este trabajo también destaca la necesidad de calibrar cuidadosamente los posibles umbrales que puedan establecerse en una futura regulación de etiquetas, ya sea para fondos o para índices de referencia; de forma que se pondere adecuadamente la credibilidad de la etiqueta a efectos de mejorar la protección de los inversores y de mitigar el riesgo de *greenwashing*, y su utilidad, a fin de que pueda ser ampliamente utilizado por gestores e inversores.

A medida que se vaya ampliando el alcance y la implementación de la taxonomía de la UE y un número cada vez mayor de empresas inicie la transición, la proporción de actividades alineadas con la taxonomía aumentará con el tiempo. La implementación de las obligaciones de información conforme a CSDR y la puesta en marcha de un punto de acceso único centralizado a la información sobre sostenibilidad de las empresas (que se trata en el epígrafe siguiente), también contribuirá a facilitar el cumplimiento de requisitos más estrictos que puedan establecerse para que, tanto productos como índices, puedan adherirse a las etiquetas. Este procedimiento facilitará también que estas etiquetas cumplan con el objetivo de agilizar la toma de decisiones por parte de los inversores con garantía de cumplimiento de requisitos *verdes* regulados y armonizados.

Una medida que contribuiría a garantizar una mayor eficacia de los nuevos índices ASG sería el desarrollo de índices temáticos, como alternativa a etiquetas, que consideren conjuntamente todos los factores ASG. De forma similar a la regulación de los índices climáticos que se centran en los objetivos de descarbonización podrían regularse índices alineados con objetivos concretos (como la diversidad de género o la reducción de la contaminación del agua) que definieran parámetros específicos respecto a los objetivos individuales seleccionados y a los porcentajes de mejora

respecto a su universo invertible. En línea con esta propuesta también se pronuncia la Plataforma sobre Finanzas Sostenibles[65].

La necesidad de contar con índices más especializados que se centren en aspectos o componentes específicos ASG es el aspecto más demandado por los gestores encuestados por la Index Industry Association (véase el epígrafe 3.2 de este artículo).

El estudio publicado recientemente por la Comisión Europa[66] sobre la viabilidad de un índice ASG de la UE plantea el desarrollo, a través de varias opciones, de un estándar obligatorio para los índices ASG complementado con una etiqueta voluntaria similar a la de los índices CTB y PAB de la UE. El establecimiento de un estándar obligatorio para todos los índices ASG de la UE presenta escasa viabilidad, al menos a corto plazo, por lo que el estudio plantea implementar tanto el estándar obligatorio como las etiquetas voluntarias, así como instrumentos que den acceso automático a los productos de inversión sujetos al SFDR que los utilicen como referencia a calificarse como productos de los artículos 8 y 9 del SFDR, respectivamente.

Además, dadas las limitaciones de viabilidad identificadas para todas las opciones a corto plazo, el estudio propone un enfoque gradual, que comenzaría con una etiqueta voluntaria a partir de 2025, cuando entre en vigor la divulgación en virtud de la CSRD, con la opción de ser una vía automática (pero no única), para el acceso de productos al artículo 8 del SFDR. A medio y largo plazo, teniendo en cuenta la experiencia del uso voluntario, la etiqueta podría transformarse en un requisito mínimo obligatorio y complementarse con una etiqueta voluntaria para los índices de referencia con mayores ambiciones de sostenibilidad; lo que facilitaría la divulgación de información en virtud del artículo 9 del SFDR.

6.5 Mejoras adicionales que también contribuirán a paliar el riesgo de *greenwashing*

Desde la perspectiva de un supervisor que ha de velar por la protección del inversor y por el correcto y eficiente funcionamiento de los mercados, una adecuada transparencia y una correcta formación de precios cobran especial relevancia, ya que lo contrario puede conducir a la pérdida de confianza por parte de los inversores en las finanzas sostenibles, a decisiones de asignación de capital contrarias a sus objetivos y a prácticas de *greenwashing*.

Para evitar o mitigar este riesgo, resulta necesaria una regulación completa sobre divulgación o transparencia; unos criterios interpretativos homogéneos por parte de las entidades que han de aplicarlos, y de las autoridades que han de supervisarlos, y unas prácticas de supervisión eficaces que desincentiven y corrijan las posibles prácticas inadecuadas que puedan detectarse.

---

65 Véase el apartado 5.2.3.5 *Self-Enhancing Benchmarks for Further Indicators* de su informe Platform on Sustainable Finance (2022).

66 European Commission (2022c).

Por lo tanto, e independientemente de los resultados de los trabajos en curso de las Autoridades Europeas de Supervisión, existen una serie de medidas cuya adopción contribuirá a reducir este riesgo, como avanzar en la implementación de la taxonomía y las normas armonizadas de divulgación y desarrollar una supervisión rigurosa sobre su cumplimiento.

Del mismo modo, impulsar y facilitar el uso de etiquetas, como las reguladas actualmente para los índices climáticos y las previstas en los planes de la Comisión Europea para fondos de inversión o bonos verdes, mejorará la confianza en los productos y servicios de inversión.

Se puede afirmar que el elemento más importante para abordar la sostenibilidad —para desincentivar conductas no adecuadas y para impulsar las inversiones sostenibles— es la transparencia, es decir, la provisión de información homogénea, fiable y de calidad; ya que solo con información los participantes en los mercados pueden identificar y cuantificar los riesgos, incorporarlos en los precios y en sus decisiones de inversión.

En la UE, la Directiva sobre Información no Financiera (NFRD) introdujo esta obligación para las grandes entidades de interés público con más de 500 empleados. El proyecto de CSRD, que revisa la NFRD, ampliará el alcance de la divulgación a todos los emisores de valores cotizados en mercados regulados (excepto las microempresas) y requerirá la revisión, por parte de un tercero, de la información (revisión que ya es obligatoria en España[67]).

Para que la transparencia sea realmente eficaz, es preciso que sea fácilmente accesible y tratable. Para lograrlo, la Comisión Europea ha puesto en marcha un proyecto muy ambicioso y complejo para contar con un punto de acceso único europeo (*European Single Access Point* - ESAP[68]). Este proyecto permitirá concentrar en una única plataforma, en formato digital, toda la información financiera y no financiera que publican las empresas cotizadas; las grandes compañías que proporcionan información sobre sostenibilidad (sean cotizadas o no); los bancos; las aseguradoras, los fondos de inversión y otras entidades de los mercados financieros. Esta plataforma se espera que pueda comenzar en una fase preliminar a partir de diciembre de 2025; y su implantación definitiva seguirá un proceso gradual hasta 2030. La información sobre sostenibilidad quedará integrada en la primera fase.

Para contar con información de calidad, es imprescindible que las calificaciones ASG sean fiables y comparables. Existe un nuevo mercado en crecimiento de proveedores de calificaciones ASG que proporcionan un dictamen sobre el perfil o las características de sostenibilidad de una empresa o instrumento financiero, la exposición a riesgos de sostenibilidad o el impacto en la sociedad o en el medioambiente. La Comisión Europea también ha puesto en marcha un proyecto para regular esta actividad, así como para garantizar que las agencias de calificación crediticia que

67 Los epígrafes 3.2.2. y 3.3.2 de Gómez-Yubero (2022) se refieren a las implicaciones de la regulación en materia de información sobre sostenibilidad de los emisores.

68 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European single access point providing centralised access to publicly available information of relevance to financial services, capital markets and sustainability.

evalúan la solvencia de una empresa o instrumento financiero incorporen los riesgos ASG pertinentes en las calificaciones crediticias.

La disciplina de transparencia también funciona en el ámbito del gobierno corporativo, por medio de la obligación de informar sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno, para asegurar que se integran los factores ASG en la gestión diaria y que se fomente una visión de largo plazo. En España, en 2020, la CNMV actualizó el Código de Buen Gobierno para que, entre otras medidas, se reforzasen los elementos relacionados con la sostenibilidad[69].

La CNMV ha venido trabajando en un código de implicación de los inversores y gestores (lo que se conoce como código de *stewardship*) que se ha publicado recientemente[70]. Este código persigue fomentar la orientación a largo plazo de los inversores y gestores, lo que ayudará también a promover este enfoque en las sociedades en las que inviertan.

Finalmente, la convergencia en la interpretación, aplicación y supervisión de las normas es esencial a nivel europeo. En este terreno, ESMA realiza una función fundamental para garantizar la eficacia de la transparencia y la convergencia en las prácticas de supervisión.

Sobre la base de su Estrategia sobre Finanzas Sostenibles, publicada en 2020[71], ESMA ha adoptado una hoja de ruta[72] para garantizar la aplicación coordinada de su mandato sobre sostenibilidad que contiene las prioridades y acciones concretas que pondrán en marcha durante el periodo 2022-2024 para lograr estos objetivos.

7 Conclusiones

Este trabajo analiza la eficacia de los índices que consideran o que persiguen objetivos ASG y, en particular, de los índices climáticos, en el cumplimiento de los objetivos para los que fueron creados, e identifica los obstáculos que pueden estar frenando su desarrollo.

Aunque los gestores de activos reconocen la utilidad de los índices y declaran usarlos cada vez más, nuestros resultados apuntan a que, a pesar del considerable crecimiento de las inversiones ASG y del interés cada vez mayor de los inversores, la utilización de índices ASG y, en particular, de los índices climáticos, regulados en la UE, es todavía limitada. Y esto sucede así, a pesar de que existe una oferta considerable de índices etiquetados como CTB y PAB.

De hecho, los gestores también reconocen que necesitan índices más especializados; con mejores métricas ASG; con más información sobre los datos ASG subyacentes

69 CNMV (2020).
70 CNMV (2023a).
71 ESMA (2020).
72 ESMA (2022a).

utilizados en los índices, con una mayor transparencia en la forma en que se compilan los índices y una mayor estandarización de métricas y métodos entre los proveedores.

Por el lado de las empresas, sí es posible relacionar mejoras en la asunción de compromisos de sostenibilidad creíbles y en la divulgación de información y métricas fiables con la pertenencia a los índices y la mejor valoración y rentabilidad esperada de las compañías que componen estos índices. El análisis también pone de manifiesto el impacto positivo que dichos índices han generado en la transparencia de las sociedades, a la vez que han reducido el riesgo de *greenwashing*.

La mejora de la regulación de los propios índices, la introducción de estándares de supervisión comunes y la definición de respuestas supervisoras efectivas para asegurar una divulgación ASG consistente y comparable por los administradores también contribuirá a la reducción de las prácticas, voluntarias o involuntarias, relacionadas con el blanqueo ASG.

Por otro lado, un análisis parece indicar que los índices CTB y PAB han ayudado a desplazar el capital hacia inversiones más sostenibles. Sin embargo, las inconsistencias entre los tres reglamentos —Taxonomía, SFDR y BMR— suponen una importante limitación para el uso de índices climáticos en productos sujetos a SFDR. Es preciso avanzar en la implementación de la taxonomía y de estándares de divulgación armonizados para que las obligaciones de transparencia de los índices sean congruentes con las de los proveedores de productos de inversión.

Por lo tanto, cabe concluir que, si bien 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), todavía queda camino por recorrer para lograr que las herramientas disponibles para facilitar el acceso a la financiación de la transición sean realmente eficaces.

Mejoras en toda la cadena de valor de la inversión sostenible podrán lograr que los índices de referencia cumplan su papel de facilitadores de la inversión ASG, de impulso a que las empresas inicien la transición a la sostenibilidad y de que contribuyan a la reducción del riesgo de *greenwashing,* lo que ayudará a que el círculo virtuoso funcione eficazmente.

Referencias

Amundi ETF (2022). «Earnings at risk: What climate change means for equity returns». Asia Asset Management. 1 de septiembre.

BCE (2021).«Eurosystem agrees on common stance for climate change-related sustainable investments in non-monetary policy portfolios». Nota de prensa. 4 de febrero.

BCE (2022). *Annual Report 2021*. Abril.

Banco de Francia (2022). *2021 Responsible investment report*. 28 de abril.

BME (2021a). «BME lanza el IBEX Gender Equality Index para promover la igualdad de género». Nota de prensa. 30 de noviembre.

BME (2021b). «Revisión extraordinaria del Índice IBEX Gender Equality». 27 de diciembre.

BME (2022a). *Normas Técnicas para la Composición y Cálculo de los Índices IBEX y Estrategia sobre Acciones*, pág. 52. Abril.

BME (2022b). «El Íbex Gender Equality Index incorpora a 17 nuevas empresas y cuenta ya con 45 componentes». Nota de prensa. 9 de junio.

BME (2022c). *Informe de Mercado 2022*. Diciembre.

Carbone, S., Giuzio, M., Kapadia, S., Krämer, J.S., Nyholm, K. y Vozian, K. (2021). *The low-carbon transition, climate commitments and firm credit risk*. BCE Working Paper Series n.º 2631. 21 de diciembre.

CNMV. «Presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección de las sociedades cotizadas».

CNMV (2020). *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Revisado en junio 2020.

CNMV (2023a). *Código de buenas prácticas de inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto en relación con sus deberes respecto de los activos conferidos o los servicios prestados («Código de buenas prácticas de inversores»)*. 22 de febrero.

CNMV (2023b). *Líneas estratégicas de la CNMV 2023-2024. Plan de actividades 2023*. 23 de febrero.

CNMV (2023c). *Emisores de valores españoles y su relación con el cambio climático*. CNMV. Documento de trabajo n.º 82.

EBA, ESMA y EIOPA (2022). *ESAs Call for evidence on better understanding greenwashing*. 15 de noviembre.

EBA, ESMA y EIOPA (2023). *Joint Consultation Paper Review of SFDR Delegated Regulation regarding PAI and financial product disclosures*. 12 de abril.

EFAMA (2022). *Asset Management in Europe*. 14 de diciembre.

ESMA (2020). *Strategy on Sustainable Finance*. 6 de febrero.

ESMA (2022a). *Sustainable Finance Roadmap 2022- 2024*. 10 de febrero.

ESMA (2022b). *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*. N.º 2. 1 de septiembre.

ESMA (2022c). *EU Ecolabel: Calibrating green criteria for retail funds*. TRV Risk Analysis. 21 de diciembre.

Euronext (2023). «Euronext launches CAC SBT 1.5° Index». Nota de prensa. 12 de enero.

European Commission (2022a). «Targeted consultation on the functioning of the ESG ratings market in the European Union and on the consideration of ESG factors in credit ratings. Consultation document». 4 de abril.

European Commission (2022b). «Consultation document. Targeted consultation on the regime applicable to the use of benchmarks administered in a third country». 20 de mayo.

European Commission (2022c). *Study on the feasibility, minimum standards and transparency requirements of an EU ESG Benchmark. Final Report*. Diciembre.

EU TEG (2019a). *Final Report on Climate Benchmarks and Benchmarks' ESG Disclosures.* 30 de septiembre.

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

Gómez-Yubero, M.J. y Gullón, B. (2021). «Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad y su contribución al cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible». *Boletín de la CNMV*, Trimestre III, pp. 121-159.

Gómez-Yubero, M.J. (2022). «Integración del seguimiento del riesgo climático en la supervisión prudencial, de conducta y macroprudencial de la CNMV». *Boletín de la CNMV,* Trimestre I, pp. 101-137.

Index Industry Association (2022a). *2022 ESG Survey Report*. 28 de julio.

Index Industry Association (2022b*)*. «Sixth Annual Index Industry Association Benchmark Survey Reveals Continuing Record Breaking ESG Growth, Multi-Asset Expansion by Index Providers Globally». 1 de noviembre.

IOSCO (2022). «Good sustainable finance practices for financial markets voluntary standard setting bodies and industry associations. Call for action». 7 de noviembre.

McKinsey & Company (2022). «ESG Investing: Short-Term Shocks Will Not Derail a Secular Mega-Trend in Asset Management», en EFAMA (2022). *Asset Management in Europe*. 14 de diciembre.

Morningstar (2022). «SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q3 2022 in Review». 27 de octubre.

Observatorio Inverco (2022). «Visión de los partícipes sobre los fondos de inversión y sus gestoras». VI Edición. 3 de noviembre.

PIMCO (2021). «Mid-Cycle Investing: Time to Get Selective». 14 de julio.

Platform on Sustainable Finance (2022). *Platform Recommendations on Data and Usability*. 12 de octubre.

Redding, R. (2022). «ESG Fixed-Income Exposure: Index Providers Respond to Asset Manager Demand». CFA Institute. Enterprising Investor. 30 de noviembre.