

SOSTENIBILIDAD Y GESTIÓN DE ACTIVOS

Guía práctica II



Impactos de la sostenibilidad
y cómo lograr una
transformación exitosa

INCLUYE LA ENCUESTA:

“Inversión sostenible:
sensibilidad del inversor
español”

Índice

El porqué de esta Guía Práctica II	03
Sostenibilidad para <i>dummies</i>: un repaso por los principales hitos, estrategias y herramientas	07
Sostenibilidad desde un prisma cuantitativo: comportamiento de la ISR ante <i>shocks</i> de mercado	17
Sostenibilidad a golpe de mazo: principales obligaciones normativas	25
¿Sostenibles? Sí, y mucho: el cliente toma la palabra	35
Sostenibilidad: paso a paso hacia una transformación sostenible	49

El porqué de esta Guía Práctica II



Carlos Magán
Socio
Analistas Financieros
Internacionales (Afi)



Marisa Aguilar
Directora General Iberia
Allianz Global Investors



Úrsula García
Socia
finReg360

Hace apenas un año que el estudio “Sostenibilidad y Gestión de Activos: Guía Práctica”¹ vio la luz. Ese primer documento trataba de poner orden y criterio en un ámbito tan dinámico, global y heterogéneo (incluso anárquico) como es la Inversión Socialmente Responsable (ISR) o Sostenible y Responsable, como se le ha denominado más recientemente. Pero el dinamismo de esta tendencia es imparable y las novedades en muchos de los ámbitos que afectan a la sostenibilidad y a la industria de gestión de activos nos hacen pensar que el periodo 2020-2021 será un punto de inflexión para la adopción generalizada de los criterios sostenibles en el ámbito de la inversión.

Conscientes de la importancia del momento actual, hemos querido publicar esta nueva guía con un objetivo claro: **ayudar a las entidades financieras que prestan servicios de inversión a conocer y entender las diversas implicaciones e impactos de la sostenibilidad tanto en el ámbito del asesoramiento como en el de la gestión de activos, para con ello poder integrar estos aspectos de forma exitosa en su modelo de negocio.**

Y es que, hoy en día, la sostenibilidad ha pasado de tener un papel tangencial a formar parte del núcleo de decisión que guía las actuaciones públicas y privadas, afectando al conjunto de la sociedad y agentes económicos.

Esto se produce con mayor incidencia en el sector financiero, donde **nunca habíamos presenciado una tendencia con un desarrollo tan veloz y un calado tan estructural como es la integración de los criterios sostenibles en los procesos de inversión.** Así en esta guía trataremos de responder a las principales cuestiones que toda entidad financiera debería hacerse en su camino hacia la sostenibilidad.

¹ <https://www.afi.es/webAfi/descargas/1914098/1368472/Guia-practica-Sostenibilidad-y-Gestion-de-Activos-Afi-y-Allianz-Global-Investors.pdf>

Cuestión 1 - ¿Qué es realmente la Inversión Socialmente Responsable o Inversión Sostenible?

Inversión sostenible para dummies

Dentro de la sostenibilidad encontramos una gran diversidad de conceptos, estrategias y herramientas que en ocasiones son difíciles de entender y diferenciar. A esto se añade el propio carácter dinámico de esta disciplina, todavía en una fase incipiente, y su evolución marcada por la autorregulación a nivel de industria, lo que hace muy complicado llegar a definiciones y conclusiones definitivas.

Aunque en el pasado estudio ya intentamos aclarar la mayoría de conceptos utilizados en la ISR, **hemos querido recordar y actualizar aquellos que deben ser imprescindibles para una correcta interpretación de lo que son las inversiones sostenibles.** Desde las razones sociales, políticas y económicas que han llevado a que la sostenibilidad vaya a ser un pilar fundamental en la industria financiera, hasta la definición de las principales estrategias y herramientas utilizadas en el ámbito de la ISR.

Cuestión 2 - ¿Son rentables las inversiones basadas en criterios extrafinancieros (ASG)?

Sostenibilidad desde un prisma cuantitativo: un repaso al comportamiento de la ISR ante shocks de mercado

Todavía hoy se oyen voces críticas hacia este tipo de inversiones, aduciendo que sostenibilidad y rentabilidad no pueden ir de la mano. Sin embargo, múltiples estudios y análisis realizados en los últimos años, han demostrado que la integración de criterios extrafinancieros en el proceso de toma de decisiones de inversión no drena rentabilidad frente a las inversiones tradicionales. Muy al contrario, gracias a que proporcionan un mayor control del riesgo, son capaces de generar una mejor evolución a largo plazo.

En esta ocasión, hemos querido profundizar en la que para nosotros es la principal cualidad de las inversiones con criterios ASG: la gestión de riesgos y, en especial, de los riesgos de cola (*tail risk*). Actualmente, ya disponemos de índices sostenibles con un histórico suficiente de crisis y recuperaciones, incluida la reciente crisis de la COVID-19, lo que nos permite hacer un análisis suficientemente representativo. **La conclusión del mismo evidencia que, en la mayoría de casos, una gestión que tenga en cuenta aspectos de sostenibilidad es más rentable a largo plazo,** gracias a la resiliencia diferencial de aquellas empresas que mejor gestionan los riesgos de sostenibilidad.

Cuestión 3 - ¿Cuáles son los impactos de la normativa en el ámbito de la Sostenibilidad?

Sostenibilidad a golpe de mazo

Si el mejor binomio rentabilidad-riesgo de estas inversiones no nos convence, sí lo hará la obligación de cumplir con la normativa, ya en fase de despliegue y cargada con toda una batería de impactos diversos y una velocidad de desarrollo apenas vista hasta ahora. Si algo podemos destacar de la voluntad del legislador en el ámbito de la sostenibilidad, es su foco en que el impacto normativo sea integral en toda la regulación financiera existente, afectando a casi toda la normativa aplicable al sector de inversiones (MiFID, IDD, UCITS, AIFMD, Solvencia, etc.).

Nos equivocáramos si pensáramos que la adopción de esta normativa es tan solo un check burocrático, ya que, como ya supuso MiFID II, la integración de la sostenibilidad cambiará (está cambiando) nuestra forma de asesorar, gestionar y distribuir productos financieros, hasta un punto inimaginable hace tan solo unos años. Es por tanto fundamental que las entidades sean capaces de conocer y valorar estos impactos, de tal forma que puedan adaptar sus modelos de negocio cumpliendo con la normativa y aprovechando las oportunidades que, sin duda, también traerá.



Cuestión 4 - ¿Están realmente sensibilizados mis clientes con las inversiones sostenibles?

¿Sostenibles? Sí, y mucho: el cliente toma la palabra

Y si finalmente, binomio rentabilidad-riesgo y normativa no son suficientes para persuadirnos hacia la ISR, sin duda lo hará la mayor de las palancas que moviliza a cualquier organización: las preferencias de sus clientes. El avance de la sostenibilidad en el ámbito político y económico es un hecho, pero lo es más si cabe en el ámbito social. La conciencia por la sostenibilidad avanza de forma imparable en la sociedad y eventos como la actual crisis de la COVID-19 no hacen sino acrecentar la conciencia sostenible y solidaria, conscientes de la necesidad acuciante de cuidar de nuestro entorno para hacer de él un lugar más seguro y sostenible para todos.

Y qué mejor forma de conocer la sensibilidad hacia la sostenibilidad de los inversores que preguntándoles directamente. Para ello, hemos realizado una encuesta a más de 2.000 inversores de toda España. **La conclusión es clara: un 89% ha contestado de manera afirmativa a la pregunta "¿desearían que en la gestión de su patrimonio se utilizaran criterios sostenibles?"**.

Esta es una información muy valiosa teniendo en cuenta que la próxima modificación de MiFID obligará a las entidades financieras a preguntar por las preferencias en sostenibilidad de sus clientes y, obviamente, a asesorarles en productos acordes a esas preferencias. Pero igual de relevante es la opinión de los asesores, teniendo en cuenta que desempeñan un rol crítico a la hora de informar y formar a los clientes en el ámbito de las inversiones sostenibles. Por ese motivo, extendemos también la encuesta a más de 200 asesores financieros.

Cuestión 5 - ¿Qué debo hacer para integrar la Sostenibilidad en mi organización?

Sostenibilidad: un nuevo reto estratégico en el sector financiero

Llegados a este punto, no debería haber duda alguna de la necesidad de ponerse manos a la obra y sin mayor dilación en el camino hacia la integración de la sostenibilidad en nuestra entidad. Ésta pasará a ser un eje fundamental en la estrategia de cualquier organización que presta servicios de inversión, hasta el punto de poder afirmar que, en este nuevo entorno, o se gestiona/asesora de forma sostenible o no se gestionará/asesorará.

En este apartado abordamos los que consideramos hitos clave para una adecuada integración de la sostenibilidad en el ámbito de la gestión de activos: sistemas de gobernanza, la integración de información extrafinanciera en el proceso de toma de decisiones de inversión y control de riesgos, las adaptaciones normativas, definición de gama de productos, necesidades de reporting, etc. Una implementación meditada y racional de todos estos hitos será fundamental para poder definir lo que denominamos como **Ideario Sostenible**, esto es, el posicionamiento global de la entidad en el ámbito de la sostenibilidad y su carta de presentación a clientes, competidores y resto de stakeholders.

■ Esperamos que esta segunda Guía sea de utilidad para asimilar la trascendencia de esta revolución sostenible en la industria de gestión de activos, así como una ayuda para conseguir ese fin último, que es la integración de la sostenibilidad en el modelo de negocio de su entidad.

Sostenibilidad para *dummies*: un repaso por los principales hitos, estrategias y herramientas

Finanzas y sostenibilidad: tres hitos clave (2015-2018) y la nueva estrategia sostenible de la UE

El periodo 2015-2018 puede considerarse clave para el impulso de la sostenibilidad en el ámbito político, social y económico, produciéndose tres acontecimientos que marcaron la senda de la transición hacia una economía y sociedad más sostenibles.

El primero de ellos, con el lanzamiento de la **Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible**. La Asamblea General de la ONU adoptó este plan de acción con el objetivo de conseguir una mejora del planeta y la prosperidad de las personas, a la vez que fortalecía la paz universal y el acceso a la justicia. Esta agenda plantea 17 objetivos (los conocidos ODS, u Objetivos de Desarrollo Sostenible), desglosados en 169 metas que van desde el fin de la pobreza, hasta el cuidado de los ecosistemas terrestres, pasando por el trabajo decente y el crecimiento económico.

El segundo, la vigésimo primera **Conferencia de las Partes (COP 21) celebrada en París (Acuerdo de París)**, en la que se establecía un ambicioso objetivo, limitar el aumento de las temperaturas medias del planeta a dos grados centígrados con respecto a la era pre-industrial y continuar con los esfuerzos para limitar el incremento a un grado y medio. Para lograr el objetivo del Acuerdo de París, el cual fue firmado por 195 países, se establecían una serie de medidas imprescindibles, como la necesidad de que las emisiones globales de gases de efecto invernadero tocasen techo lo antes posible, asumiendo que esta

tarea llevaría más tiempo para países en desarrollo, o la búsqueda de la neutralidad climática (equilibrio entre emisiones y capturas) en la segunda mitad de siglo.

Ambos hitos son la semilla del tercero, el **Plan de Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea**¹, presentado en 2018 y que tiene como inspiración la consecución de los Objetivos de Desarrollo Sostenible, así como el Acuerdo de París.

El Plan de Finanzas Sostenibles establece tres objetivos prioritarios:

1. Redirigir los flujos de capital privado hacia las inversiones sostenibles
2. Promover la transparencia y el enfoque largoplacista
3. Integración de la sostenibilidad en la gestión del riesgo

Este Plan se materializa a través de diez acciones concretas. Las acciones recogen temas como la elaboración de una taxonomía de actividades sostenibles, la incorporación de la sostenibilidad en el asesoramiento financiero, o la creación de índices de referencia sostenibles.

Pero, sin duda, el aspecto más relevante de este Plan es la **involucración directa del capital privado en la transición sostenible**, incidiendo especialmente en la labor del sector financiero, colocándolo en el centro de sus medidas legislativas.

¹ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/IP_18_1404

El Plan de Acción impulsa el término de finanzas sostenibles, esto es, cualquier actividad financiera que, además de integrar los criterios financieros tradicionales, incorpora también otras cuestiones “extrafinancieras” de carácter medioambiental y social. Es

decir, las finanzas sostenibles buscan el crecimiento económico en paralelo a un desarrollo sostenible que tenga en cuenta la sociedad y el cuidado del medioambiente.

■ 2015-2018: Un trienio decisivo para las Finanzas Sostenibles



■ Afi, AllianzGI, finReg360

Estrategia renovada de la UE en Finanzas Sostenibles

Pero la actividad en el seno de la Comisión Europea no cesa y su voluntad por liderar y dinamizar la transición sostenible sigue plenamente vigente. Ejemplo de ello es la creación del **Pacto Verde Europeo (diciembre 2019)**, que propone renovar la estrategia de finanzas sostenibles con el objetivo de aumentar significativamente la ya ambiciosa actividad de la Unión Europea (UE) sobre el clima y el medioambiente.

La pandemia provocada por la COVID-19 muestra la necesidad crítica de fortalecer la sostenibilidad y resiliencia de nuestra sociedad así como el funcionamiento de nuestro sistema económico. La transición necesaria requerirá, según estimaciones de la UE y su objetivo cada vez más ambicioso de recorte de emisiones, inversiones superiores a €260.000 millones al

año hasta 2030, distribuidas de manera asimétrica: la mayor parte de las inversiones tiene que darse en los próximos 5-10 años para evitar alcanzar el punto de no retorno en el deterioro ambiental.

En este contexto, el Plan Inversor del Pacto Verde Europeo anunciaba a principios de 2020 una serie de iniciativas destinadas a movilizar fondos tanto públicos como privados. Sin embargo la UE reconoce que el sistema financiero en su conjunto no está evolucionando con la rapidez necesaria para garantizar la financiación de la transición de las empresas hacia la sostenibilidad así como financiar los negocios que ya son sostenibles. A medida que la UE acelera su paso hacia la neutralidad climática y refuerza su lucha contra la degradación medioambiental, los sectores financiero e industrial “deberán abordar una transformación a gran escala, que requerirá de inversiones multimillonarias”.

Por ello el Pacto Verde Europeo lanza una **Estrategia Renovada en Finanzas Sostenibles**. La nueva estrategia se basa en las diez acciones propuestas en el Plan de Acción de la Comisión Europea de 2018 sobre finanzas sostenibles, pero se centrará en particular en tres pilares fundamentales:

- El fortalecimiento de los fundamentos y bases de la inversión sostenible mediante la creación de un marco propicio, con instrumentos y estructuras adecuados.
- El aumento de las oportunidades de influir positivamente en la sostenibilidad para los ciudadanos, las instituciones financieras y las empresas, esto es, de “financiar lo verde”.

- La integración y gestión total de los riesgos climáticos y medioambientales en las instituciones financieras.

Sin duda alguna, la crisis de la COVID-19 podrá dilatar algunas de las medidas trazadas en la hoja de ruta sostenible de la UE pero, al mismo tiempo, ha supuesto un refuerzo en el compromiso de la institución y la implicación del sector financiero: “*crear una economía más sostenible y resistente será un enfoque clave de la fase de recuperación, mientras que la Estrategia de Finanzas Sostenibles Renovada será esencial para movilizar el capital que tanto se necesita.*”²

■ ² Valdis Dombrovskis, Vicepresidente ejecutivo de la Comisión de la UE a cargo de los asuntos económicos y financieros.

Finanzas y sostenibilidad, un baile de siglas

■ Ejemplos de terminología usada en el ámbito de las Finanzas Sostenibles



■ Afi, AllianzGI, finReg360

1. Empezando por las bases: factores extrafinancieros (ASG)

La valoración de criterios ASG (ambientales, sociales y de gobernanza) es cada vez más relevante a la hora de tomar decisiones de inversión. Estos criterios se centran en el análisis de variables que, en la mayoría de los casos, quedan fuera del ámbito del análisis puramente financiero, pero que pueden ser determinantes en el desempeño y desarrollo de un negocio y, por lo tanto, tener un impacto económico a futuro que termine afectando a la valoración de la inversión.

- **Ambientales:** están relacionados con el medioambiente y tienen en consideración cuestiones como

la medición de la huella de carbono de la empresa, la escasez y gestión eficiente de recursos, el uso de energías limpias o el impacto en la biosfera, entre otros.

- **Sociales:** relacionados con la gestión de la compañía hacia las personas que se puedan ver afectadas por su actividad. Es decir, desde sus empleados o proveedores, hasta el conjunto de la población o distintas comunidades susceptibles de tener un vínculo con la empresa.
- **Gobernanza:** vinculados a la gestión y liderazgo de la compañía, políticas internas, retribución de los directivos, controles internos, etc.

Factores Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG)



Criterios Ambientales

- Cambio climático
- Huella de carbono
- Escasez de recursos
- Gestión eficiente del agua
- Emisiones tóxicas
- Energía limpia
- Contaminación
- Deforestación
- Control de las emisiones de CO²
- Impacto en la biosfera
- Energías renovables



Criterios Sociales

- Condiciones de trabajo: esclavitud, trabajo infantil
- Impacto sobre las comunidades locales
- Salud
- Nutrición
- Riesgos demográficos
- Seguridad
- Diversidad e igualdad laboral
- Derechos humanos
- Acceso a las finanzas
- Acceso a la información



Criterios de Gobernanza

- Retribución de los ejecutivos
- Malversación de fondos y Corrupción
- Lobbies políticos
- Estructura de gobierno
- Influencia política
- Ética empresarial
- Conductas anticompetitivas
- Transparencia fiscal

Fuente: Afi, AllianzGI, finReg360



2. Integración ASG: una herramienta para la gestión de activos

Existen múltiples evidencias de que el conocimiento y gestión de los factores ASG complementa y optimiza el análisis del binomio rentabilidad-riesgo de cualquier inversión, por lo que estos factores son una variable adicional, pero necesaria, para la realización de un buen análisis fundamental de cualquier inversión. La incorporación de estas cuestiones extrafinancieras en el análisis y toma de decisiones de inversión se denomina **Integración ASG**³ (*ESG integration*). Constituye una herramienta adicional de análisis, complementaria al análisis financiero tradicional, que ofrece un mayor grado de información sobre riesgos no financieros, actuales y potenciales.

Por lo tanto, la **integración de criterios ASG es una herramienta principalmente orientada hacia el control y gestión de riesgos, que debe implementarse de manera conjunta con el análisis financiero tradicional y que no es exclusiva de la Inversión Socialmente Responsable.**

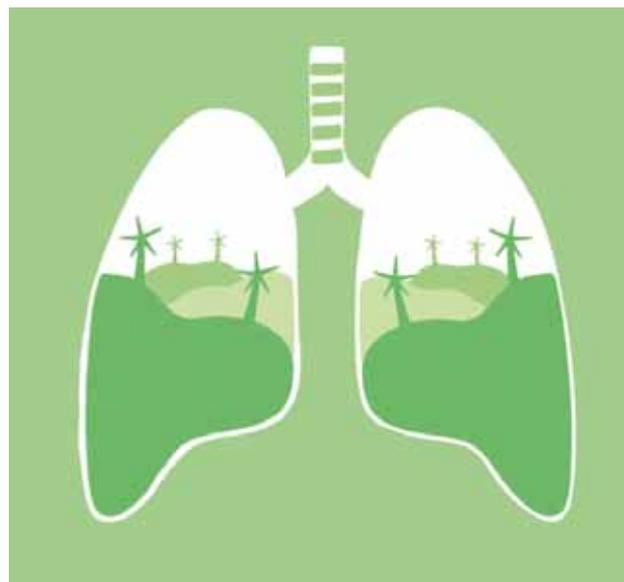
3. Pero, entonces, ¿ASG e ISR es lo mismo?

No necesariamente. La incorporación de criterios ASG es una herramienta que se puede aplicar a cualquier tipo de inversión, ya sea tradicional o sostenible. A esto lo denominamos **sesgo neutral**, esto es, la buena o mala puntuación ASG no condiciona la construcción de la cartera ni la limita, sino que es una herramienta más para que el gestor tenga una mayor información para incorporar, sobreponderar o infraponderar una determinada inversión.

De hecho, estamos seguros de que, a medio plazo, la **incorporación de estos criterios (Integración ASG) será una práctica extendida en toda la industria, inherente a cualquier proceso de inversión, independientemente de la tipología de vehículo que estemos gestionando.**

Pero esos mismos criterios se pueden utilizar, además de para complementar el análisis financiero, para tomar decisiones de *asset selection* en base a la puntuación sostenible (*rating ASG*) de las inversiones, esto es lo que denominamos **sesgo positivo**. En este caso, el gestor opta por invertir preferentemente en aquellas compañías con un mejor *rating ASG*. Estas son las conocidas **estrategias *best in class***.

Así, cuando en la **integración de criterios extrafinancieros hablamos de sesgo neutral, nos referimos a Integración ASG, pero cuando hablamos de sesgo positivo, ya nos adentramos en el mundo de la ISR.**



4. Principales estrategias ISR

Dentro de la denominada ISR hay muchas estrategias adicionales al *best in class*, como las basadas en principios de exclusión, temáticas vinculadas a ámbitos medioambientales o sociales, estrategias de impacto sostenible positivo, vinculadas a los ODS, etc.

En este punto debemos destacar que todas estas estrategias tienen una clara diferenciación frente a la consideración de criterios ASG y es que, **mientras en la Integración ASG o en las estrategias *best in class* lo que se analiza es la gestión de los riesgos extrafinancieros de la compañía, independientemente de su actividad, en el resto de estrategias ISR el foco es la propia actividad, esto es, si el negocio de la compañía genera beneficios o perjuicios en sostenibilidad.**

Este es un aspecto muy relevante e incluso difícil de entender en ocasiones. En este sentido, dentro de las distintas estrategias sostenibles, nos podríamos encontrar con empresas con un excelente *rating ASG* pero que realizaran una actividad nociva para el medioambiente (se podría dar en el caso de estrategias *best in class*), o compañías que realizan una actividad con un impacto muy positivo en el medioambiente, pero con un *rating ASG* muy bajo (por ejemplo, en una temática de inversión en empresas de energía limpia). Son por tanto dos prismas diferentes: el análisis sobre el desarrollo de su actividad (¿cómo?) o el análisis sobre su actividad (¿qué?).

³ Pág. 14. Integración de factores ASG. Capítulo 2. Sostenibilidad y Gestión de activos. Guía Práctica

Principales estrategias ISR



Actividad económica

¿Cómo desarrolla su actividad?

Estas estrategias de inversión sostenible hacen un análisis del grado de sostenibilidad de las empresas y emisores en el desempeño de su actividad, independientemente del sector al que pertenezcan o la actividad económica que lleven a cabo



Best-efforts

Esta estrategia se ocupa de seleccionar aquellas compañías que mejor evolución de rating ASG presentan. Es decir, este enfoque recompensa a las empresas y emisores que mayores esfuerzos están haciendo para mejorar su sostenibilidad, pese a que en el momento de la inversión no tengan un rating ASG elevado

Best-in-class

Este enfoque selecciona dentro de cada sector aquellas compañías con mejor calificación ASG. Es decir, se trata de una discriminación positiva

Best-in-universe

Este enfoque selecciona dentro del universo total de compañías invertibles (independientemente del sector), aquellas con mejor calificación ASG

Aplicación necesaria de criterios ASG en la selección de inversiones

¿Qué actividad desarrolla?

Estas estrategias de inversión sostenible tienen en cuenta el sector o la industria a la que pertenecen las empresas o emisores analizados y el impacto que éstas puedan generar sobre la sociedad y el medioambiente



Impacto negativo

Exclusión

Esta estrategia supone la eliminación de ciertas empresas o emisores del universo de inversión por no cumplir con criterios de sostenibilidad, de acuerdo a unas normas o valores predeterminados, o bien por pertenecer a sectores o industrias controvertidas

Impacto positivo

Inversión de impacto

Esta estrategia tiene como objetivo generar, por un lado, un impacto social o medioambiental positivo, y por otro lado, un retorno financiero

Inversión alineada con los ODS

La estrategia en base a ODS consiste en la inversión en actividades que contribuyan de manera directa a la consecución de los ODS y que permitan medir dicha contribución

Inversión temática

Esta estrategia invierte en aquellas compañías o actividades que estén alineadas con un desarrollo sostenible, ya sea ambiental o social

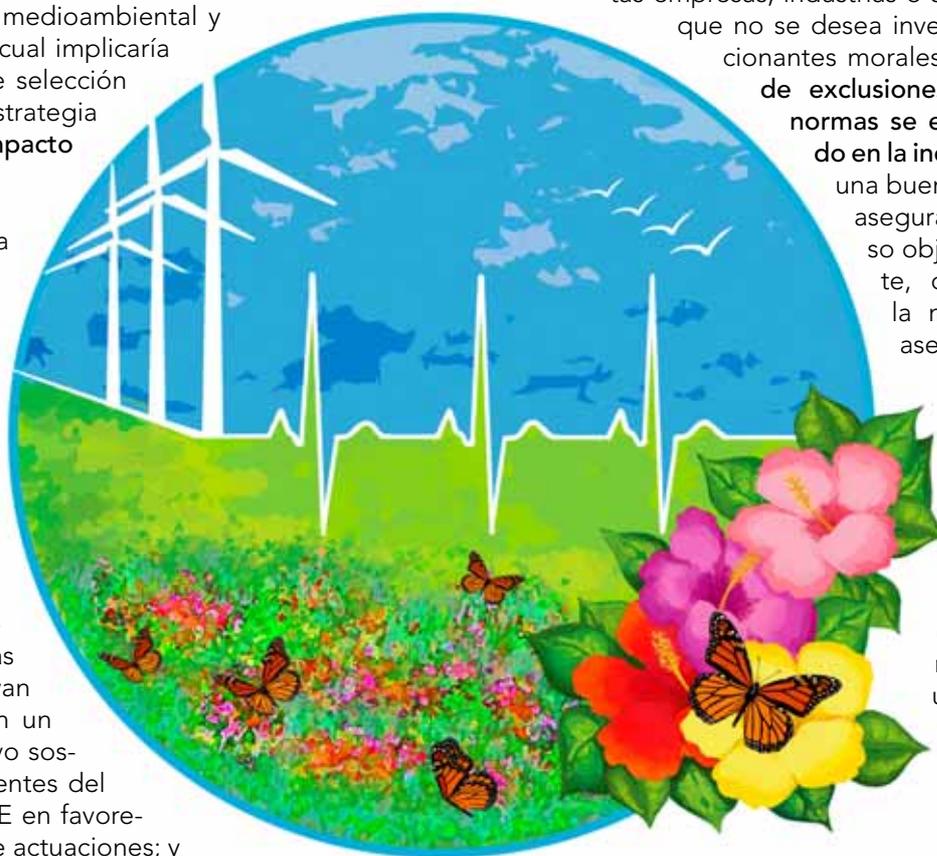
Aplicación complementaria, pero no necesaria, de criterios ASG en la toma de decisiones de inversión

Fuente: Afi, AllianzGI, finReg360

Es importante destacar que estas estrategias **no son excluyentes entre sí, sino todo lo contrario**. La aplicación de las mismas es, en muchos casos, complementaria, pudiendo implementar una metodología de inversión escalada que aplique las diferentes metodologías. Por ejemplo, una estrategia de inversión puede aplicar, en un primer nivel, un filtro negativo (**exclusión**) que reduzca en mayor o menor medida el universo de inversión, en función de la amplitud y la generalidad de la exclusión. Después, esa misma estrategia ISR podría exigir que se aplicase a las empresas resultantes del primer filtro, otro positivo en relación a su calificación ASG, quedándose así con sólo aquellas empresas o emisores con un mejor perfil sostenible (**best-in-class**). Y, por último, esta estrategia, podría tener como objetivo de inversión generar un impacto medioambiental y social positivo, lo cual implicaría un último nivel de selección en base a una estrategia de **inversión de impacto o temática**⁴.

Es en esta última estrategia donde estamos viendo un mayor desarrollo en los últimos años, seguramente propiciada por dos factores:

- detección de oportunidades en sectores y empresas que promuevan actividades con un impacto positivo sostenible, conscientes del interés de la UE en favorecer este tipo de actuaciones; y
- mayor interés de los inversores en tener una cuantificación real del impacto que están teniendo sus inversiones.



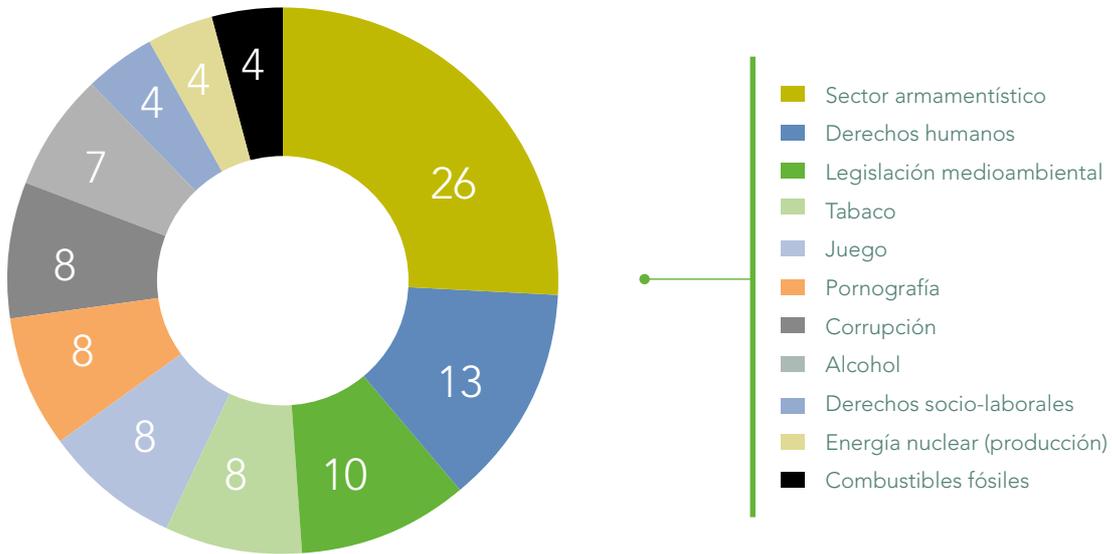
5. Herramientas que complementan la ISR: exclusión y *stewardship*

Exclusión: Aunque tradicionalmente la exclusión se ha definido como una estrategia ISR en sí misma, el avance de la industria en cuanto a estrategias y producto está dejando de lado las estrategias basadas únicamente en exclusiones. Así, **cada vez más, esta metodología se usa como un complemento a las estrategias ISR, para evitar la exposición a determinados riesgos en cartera que se quieren evitar a toda costa.**

Aunque los criterios de exclusión siguen muy vinculados a cuestiones éticas, esto es, la eliminación de ciertas empresas, industrias o sectores en los que no se desea invertir por condicionantes morales, **la utilización de exclusiones basadas en normas se está imponiendo en la industria.** Esta es una buena opción para asegurarse un proceso objetivo y solvente, de acuerdo a la metodología y asesoramiento de un tercero, evitando así los riesgos, incluso reputacionales, derivados de la complejidad que tiene la realización de un proceso de exclusión propio.

■ ⁴ *Guía Práctica: Sostenibilidad y Gestión de activos. (2019) ¿Qué es la ISR? Implementación en la gestión de activos. Capítulo 3. Pág. 23.*

Principales actividades bajo estrategias de exclusión



Fuente: Spainsif estudio anual 2019, con datos a cierre de 2018

Participación activa (stewardship)

Existen otras herramientas que, a pesar de no ser exclusivas de la inversión sostenible, cada vez ganan un mayor protagonismo en este ámbito. Estas son la participación de las gestoras a través del diálogo activo (*engagement*) en las empresas en las que invierten y la ejecución del derecho a voto. **A través de estas acciones se busca influir en las decisiones de la compañía con el fin de reducir o mitigar riesgos potenciales que hayan sido detectados tras el análisis extrafinanciero (ASG).** No obstante, además del enfoque de riesgos, la participación activa genera también un impacto positivo en el entorno, ayudando a las empresas en las que se invierte a mejorar sus pautas de trabajo y su forma de abordar las cuestiones relacionadas con la sostenibilidad.

El *stewardship* (el diálogo activo y el voto) puede llevarse a cabo de manera directa a través de un diálogo directo con las compañías y acudiendo de manera directa a las juntas de voto, o de manera indirecta a través de plataformas y *proxy advisors*. El diálogo activo de manera directa con las empresas implica un despliegue de recursos y herramientas que en muchas ocasiones no están a disposición de todas las



gestoras de activos. Por este motivo, y con la voluntad de aunar fuerzas para conseguir mayores impactos en los mercados y compañías, el activismo colectivo está teniendo cada vez más repercusión en la industria. En este sentido, destacan iniciativas como Climate Action 100+ cuyo objetivo es aunar bajo un mismo marco de actuación a una serie de inversores institucionales que puedan ejercer “collective engagement” sobre ciertas compañías para mejorar su impacto medioambiental.

La utilización de esta herramienta (*stewardship*) está ganando un gran protagonismo en el sector, que sin duda se verá impulsado todavía más por las novedades normativas en esta materia (Directiva de Impliación a largo plazo de los accionistas). Por tanto, **el *stewardship* es ya un elemento complementario y de aplicación transversal al proceso de inversión, que puede compaginarse con todas las estrategias sostenibles mencionadas anteriormente.**

■ Aplicación del *stewardship* en estrategias ISR

- Exclusión
- Best-efforts
- Best-in-class
- Best-in-universe
- Temática sostenible
- Inversión ODS
- Inversión de impacto

Stewardship

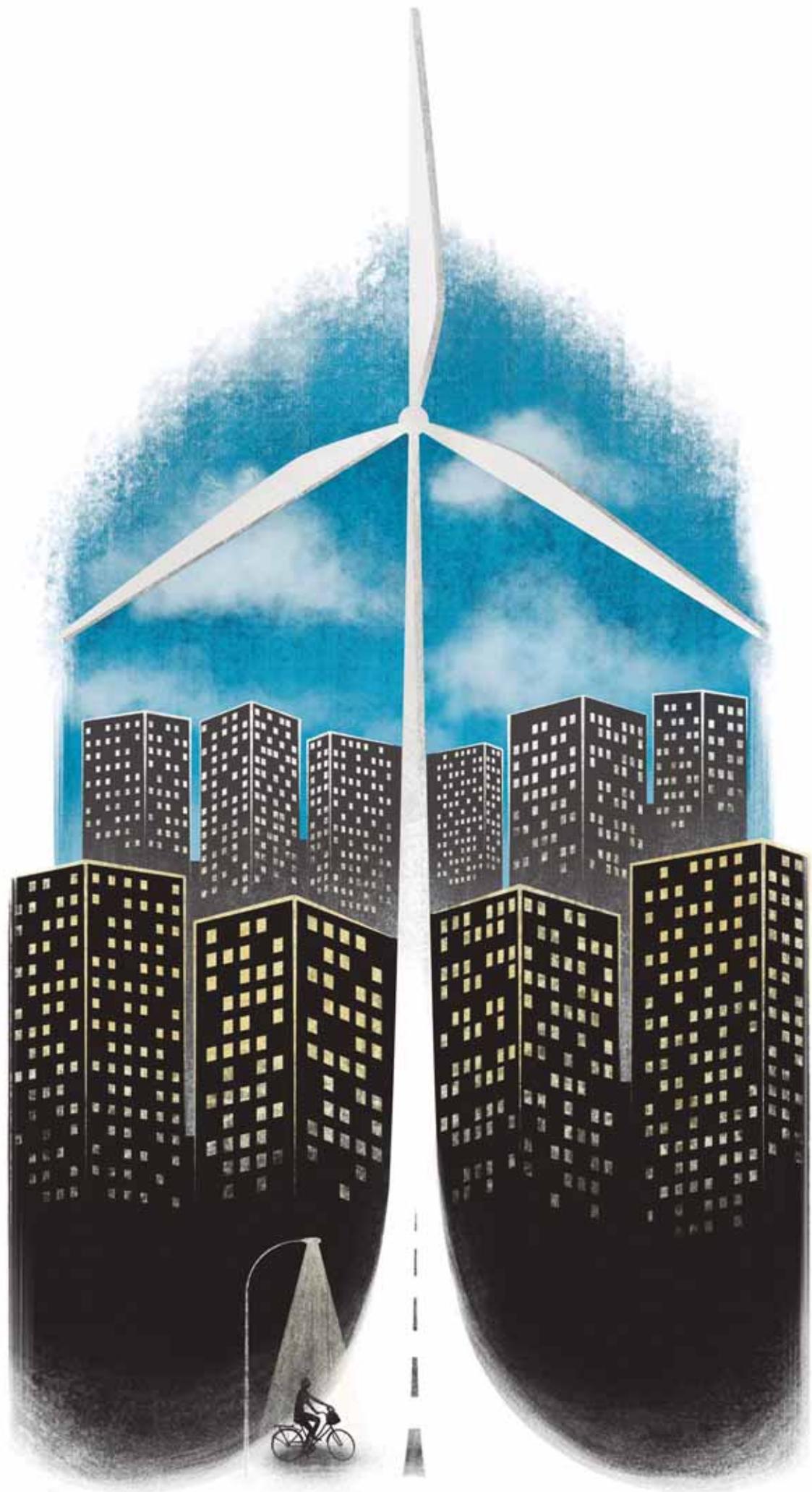
Tipo de diálogo activo

Diálogo directo	Diálogo colectivo	Diálogo mixto
Diálogo activo directo con las sociedades en las que invierta	Diálogo activo a través de plataformas o asociaciones	Según la materia a tratar, se realizará el <i>engagement</i> directo o a través de asociaciones

Modelo de voto

Voto directo	Uso de <i>proxy advisors</i>	Modelo mixto
Ejerciendo el voto de manera directa	Utilización de asesores de voto y plataformas de <i>proxy voting</i>	Según la materia a tratar o la relevancia de la compañía, se podrá utilizar asesores de voto o acudir a las juntas a votar

■ Fuente: Afi, AllianzGI, finReg360



Sostenibilidad desde un prisma cuantitativo: comportamiento de la ISR ante *shocks* de mercado

Uno de los principales retos a los que se enfrenta la ISR es demostrar que sostenibilidad y rentabilidad no están reñidos.

Todavía hoy se cuestionan las bondades de la ISR como inversión rentable frente a otras inversiones que no incorporen criterios extrafinancieros. Es cierto que resultaría muy difícil asegurar que todas aquellas inversiones que tengan en cuenta factores vinculados con el medioambiente, la sociedad o la buena gobernanza, vayan a generar necesaria y sistemáticamente rentabilidades superiores a otras inversiones que no apliquen estos criterios. **Sin embargo, debemos entender que la aportación de la integración de los factores ASG en el ámbito de las inversiones no están vinculadas a la generación de rentabilidades superiores en el corto plazo, sino a un mejor control del riesgo, propiciando un mejor desempeño en el largo plazo.**

Con el fin de analizar de una manera objetiva el comportamiento de la inversión sostenible a lo largo de los años, y en especial, en aquellos momentos de mayor tensión e incertidumbre en los mercados financieros, analizamos tres familias de índices sostenibles, con diferentes grados de exigencia en cuanto a sostenibilidad, realizando el estudio a nivel global y regional para evitar posibles sesgos geográficos:

- **MSCI ESG Universal Indexes:** este índice sobrepone aquellas compañías con mejor *rating* ASG e infrapone aquellas más débiles. Además, valora positivamente aquellas empresas que han mostrado una mejora de su *rating* ASG en los últimos 12 meses (*best-efforts*), y excluye compañías pertenecientes a la industria armamentística y empresas que violen las normas internacionales.

- **MSCI ESG Leaders Indexes:** incluye las compañías que tienen una puntuación más alta en criterios ASG y que representan el 50% de la capitalización de cada sector. Además, excluyen empresas vinculadas al alcohol, tabaco, el juego, armas (civiles, militares y nucleares) y organismos modificados genéticamente.
- **MSCI SRI Indexes:** incluye las compañías que tienen una puntuación más alta en criterios ASG y que representan el 25% de la capitalización de cada sector. Además, excluyen empresas vinculadas al alcohol, tabaco, el juego, armas (civiles, militares y nucleares) y organismos modificados genéticamente.

En este punto es importante resaltar que este estudio no se centra en el análisis de sectores o actividades económicas más o menos sostenibles, sino en estrategias *best in class* basadas en criterios ASG. Por tanto, los índices sostenibles elegidos no penalizan a ciertas empresas por pertenecer a un sector u a otro, sino que penalizan a aquellas compañías que en el desarrollo de su actividad no gestionen bien ciertos riesgos de origen extrafinanciero, independientemente de que su actividad sea más o menos sostenible.

El análisis se centra en **cuatro episodios clave que tuvieron lugar en los mercados financieros durante los últimos años:**

- **2015:** crisis financiera de China.
- **2018:** peor año para los mercados financieros tras la crisis de financiera de 2008.
- **2019:** un año de recuperación en los mercados financieros, con rentabilidades extraordinarias en la mayoría de activos.
- **2020:** crisis de la COVID-19.

En los cuatro episodios centraremos el análisis sobre el comportamiento de los índices en términos de rentabilidad y de riesgo (medido a través de la volatilidad y el *drawdown* o máxima caída).

En primer lugar, analizamos la evolución de los índices sostenibles frente a sus comparables tradicionales en términos de **rentabilidad**, durante dos episodios de fuerte volatilidad e incertidumbre (2015 y 2018), y durante un periodo de recuperación en los mercados financieros (2019).

Durante la **crisis económica de China en 2015**, se registraron caídas significativas en los mercados, y de muy distinta magnitud en las diferentes zonas geográficas. Los países emergentes fueron unos de los más castigados con caídas en el año del orden del 19%. En este sentido, se observa cómo las tres fami-

lias de índices sostenibles emergentes registraron un mejor comportamiento relativo frente al *parent index*, siendo especialmente notable la evolución del MSCI EM SRI, que lograba recortar las pérdidas sufridas en el año en más de cuatro puntos porcentuales. Este comportamiento se observa también a nivel global cuando incorporamos los países desarrollados, aunque en este caso las diferencias entre los índices sostenibles y los tradicionales son menores. Sin embargo, en el caso de Estados Unidos, sólo el MSCI USA ESG Universal registra una menor caída que el MSCI USA, aunque, esta desviación respecto al resto de geografías desaparece durante 2018, cuando se observa que las tres familias de índices sostenibles de Estados Unidos logran mejores resultados que el MSCI USA, siendo muy representativo el comportamiento diferencial del MSCI USA SRI.

Rentabilidad durante los periodos de crisis (2015 y 2018)

Rentabilidad	Crisis	
Mundo	Ene 15 - Ene 16	Ene - Dic 18
MSCI ACWI USD	-7,64%	-9,41%
MSCI ACWI ESG Universal USD	-6,97%	-9,34%
MSCI ACWI ESG Leaders USD	-7,25%	-8,63%
MSCI ACWI SRI USD	-7,38%	-7,07%
Estados Unidos	Ene 15 - Ene 16	Ene - Dic 18
MSCI USA USD	-4,34%	-5,04%
MSCI USA ESG Universal USD	-4,18%	-4,23%
MSCI USA ESG Leaders USD	-6,50%	-3,67%
MSCI USA SRI USD	-8,22%	-1,90%
Europa EUR	Ene 15 - Ene 16	Ene - Dic 18
MSCI Europe EUR	1,37%	-10,57%
MSCI Europe ESG Universal EUR	2,13%	-10,55%
MSCI Europe ESG Leaders EUR	3,47%	-9,48%
MSCI Europe SRI EUR	7,41%	-7,38%
Países Emergentes	Ene 15 - Ene 16	Ene - Dic 18
MSCI EM USD	-19,01%	-14,57%
MSCI EM ESG Universal USD	-18,07%	-14,59%
MSCI EM ESG Leaders USD	-15,14%	-14,99%
MSCI EM SRI USD	-14,87%	-10,02%

Fuente: Afi, Morningstar Direct

Este mismo patrón se observa en 2018 para Europa, Países Emergentes, y también a escala global. Luego, todo parece apuntar que en momentos de fuertes caídas los índices sostenibles presentan, por lo gene-

ral, menores minusvalías que los índices tradicionales, y por tanto menores niveles de riesgo. Pero, ¿de qué tipo de riesgo estamos hablando?

Volatilidad durante los periodos de crisis (2015 y 2018) y recuperación (2019)

Volatilidad	Crisis		Recuperación
	Ene 15 - Ene 16	Ene - Dic 18	
Mundo	Ene 15 - Ene 16	Ene - Dic 18	
MSCI ACWI USD	16,47%	15,04%	11,99%
MSCI ACWI ESG Universal USD	16,33%	14,75%	11,97%
MSCI ACWI ESG Leaders USD	16,10%	14,76%	11,75%
MSCI ACWI SRI USD	16,00%	14,84%	11,52%
Estados Unidos	Ene 15 - Ene 16	Ene - Dic 18	Ene - Dic 19
MSCI USA USD	19,48%	20,52%	15,10%
MSCI USA ESG Universal USD	19,40%	20,82%	15,24%
MSCI USA ESG Leaders USD	19,30%	20,29%	14,90%
MSCI USA SRI USD	19,15%	21,39%	15,09%
Europa EUR	Ene 15 - Ene 16	Ene - Dic 18	Ene - Dic 19
MSCI Europe EUR	25,21%	15,51%	13,65%
MSCI Europe ESG Universal EUR	22,99%	14,99%	13,12%
MSCI Europe ESG Leaders EUR	22,45%	14,97%	13,04%
MSCI Europe SRI EUR	22,46%	14,93%	13,00%
Países Emergentes	Ene 15 - Ene 16	Ene - Dic 18	Ene - Dic 19
MSCI EM USD	20,84%	18,94%	13,98%
MSCI EM ESG Universal USD	20,75%	18,73%	13,83%
MSCI EM ESG Leaders USD	20,65%	20,11%	14,21%
MSCI EM SRI USD	20,41%	18,27%	13,33%

Fuente: Afi, Morningstar Direct

En lo que a riesgo se refiere, la inversión sostenible medida a través de volatilidad no presenta diferencias significativas, incluso en algunos casos, los índices con características ASG presentan mayores niveles de volatilidad como consecuencia del menor número de valores en cartera (los índices MSCI SRI agrupan

el 25% de activos del índice tradicional), y, por tanto, un menor efecto diversificación. Sin embargo, cuando utilizamos otras medidas como el **drawdown** o máxima caída, vemos cómo los índices sostenibles presentan mejores resultados de forma consistente.

■ Máximo *drawdown* durante los periodos de crisis (2015 y 2018)

Máximo Drawdown	Crisis	
	Ene 15 - Ene 16	Ene - Dic 18
Mundo	Ene 15 - Ene 16	Ene - Dic 18
MSCI ACWI USD	-18,37%	-19,30%
MSCI ACWI ESG Universal USD	-17,77%	-18,95%
MSCI ACWI ESG Leaders USD	-17,53%	-18,51%
MSCI ACWI SRI USD	-17,89%	-16,83%
Estados Unidos	Ene 15 - Ene 16	Ene - Dic 18
MSCI USA USD	-12,57%	-19,65%
MSCI USA ESG Universal USD	-12,38%	-19,54%
MSCI USA ESG Leaders USD	-13,30%	-17,90%
MSCI USA SRI USD	-15,49%	-18,18%
Europa EUR	Ene 15 - Ene 16	Ene - Dic 18
MSCI Europe EUR	-21,55%	-15,86%
MSCI Europe ESG Universal EUR	-17,72%	-15,20%
MSCI Europe ESG Leaders EUR	-16,68%	-14,34%
MSCI Europe SRI EUR	-14,62%	-12,87%
Países Emergentes	Ene 15 - Ene 16	Ene - Dic 18
MSCI EM USD	-34,19%	-25,03%
MSCI EM ESG Universal USD	-33,17%	-24,96%
MSCI EM ESG Leaders USD	-30,75%	-26,39%
MSCI EM SRI USD	-28,40%	-21,04%

■ Fuente: Afi, Morningstar Direct

En todos los casos, salvo Estados Unidos en 2015, se observa cómo el máximo *drawdown* registrado en periodos de crisis es menor para la familia de índices sostenibles. Precisamente estos eventos de cola que puedan generar pérdidas extraordinarias en una compañía son los que trata de mitigar la inversión en base a criterios ASG.

Una vez analizado el comportamiento en momentos de elevada volatilidad y riesgo en los mercados financieros, debemos preguntarnos **¿qué ocurre en momentos de recuperación?** ¿los índices sostenibles logran alcanzar las mismas rentabilidades que los índices tradicionales?

La respuesta es sí. Además de un mejor control de los riesgos, la incorporación de características ASG en el proceso de toma de decisiones de inversión permite generar rentabilidades igualmente atractivas. En 2019, se observa cómo en todas las regiones geográficas, alguno (y en algunos casos todos) de los índices sostenibles lograba los mismos o incluso mejores resultados que la renta variable que no incluye una evaluación extrafinanciera. Esto no garantiza que la inversión en base a criterios ASG genere necesariamente mayores rentabilidades, pero sí demuestra que la inversión en base a estos criterios no drena rentabilidad y que, por tanto, permite alcanzar, al menos, los mismos resultados que la inversión tradicional.

Rentabilidad durante los periodos de recuperación (2019)

Rentabilidad	Recuperación
Mundo	Ene - Dic 19
MSCI ACWI USD	26,60%
MSCI ACWI ESG Universal USD	28,00%
MSCI ACWI ESG Leaders USD	27,17%
MSCI ACWI SRI USD	28,46%
Estados Unidos	Ene - Dic 19
MSCI USA USD	30,88%
MSCI USA ESG Universal USD	31,90%
MSCI USA ESG Leaders USD	30,90%
MSCI USA SRI USD	32,46%
Europa EUR	Ene - Dic 19
MSCI Europe EUR	26,05%
MSCI Europe ESG Universal EUR	25,77%
MSCI Europe ESG Leaders EUR	26,34%
MSCI Europe SRI EUR	28,02%
Países Emergentes	Ene - Dic 19
MSCI EM USD	18,42%
MSCI EM ESG Universal USD	19,35%
MSCI EM ESG Leaders USD	19,76%
MSCI EM SRI USD	16,91%

Fuente: Afi, Morningstar Direct

Comportamiento de la ISR en la crisis de la COVID-19

Durante las últimas semanas de febrero y a lo largo del mes de marzo de 2020 fuimos testigos de un fuerte repunte de volatilidad en los mercados financieros, donde el conjunto de activos, y en especial aquellos de mayor riesgo, registraban caídas muy significativas.

Las bolsas globales llegaban a sufrir caídas superiores al 30% desde los máximos alcanzados en febrero de 2020. Sin embargo, en el universo de la renta variable, volvía a destacar el comportamiento diferencial de aquellas compañías con características sostenibles, es decir, aquellas empresas con un perfil de sostenibilidad robusto desde el punto de vista ambiental, social y de gobierno corporativo (ASG).

■ Evolución en la crisis de la COVID-19

	Drawdown	Recuperación	YTD
Mundo	14/feb - 23/mar	24/mar - 31/jul	31/07/20
MSCI ACWI NR USD	-33,61%	44,77%	-1,29%
MSCI ACWI ESG Universal NR USD	-32,94%	45,00%	0,33%
MSCI ACWI ESG Leaders NR USD	-33,29%	44,13%	-0,58%
MSCI ACWI SRI NR USD	-32,38%	46,07%	2,30%
Estados Unidos	14/feb - 23/mar	24/mar - 31/jul	31/07/20
MSCI USA NR USD	-33,86%	48,88%	3,30%
MSCI USA ESG Universal NR USD	-33,05%	48,86%	5,13%
MSCI USA ESG Leaders NR USD	-33,90%	45,84%	1,90%
MSCI USA SRI NR USD	-31,95%	49,36%	8,16%
Europa EUR	14/feb - 23/mar	24/mar - 31/jul	31/07/20
MSCI Europe NR EUR	-34,57%	26,88%	-14,03%
MSCI Europe ESG Universal NR EUR	-31,54%	27,25%	-10,17%
MSCI Europe ESG Leaders NR EUR	-31,16%	28,00%	-8,81%
MSCI Europe SRI NR EUR	-29,88%	26,90%	-7,51%
Países Emergentes	14/feb - 23/mar	24/mar - 31/jul	31/07/20
MSCI EM NR USD	-31,30%	44,10%	-1,72%
MSCI EM ESG Universal NR USD	-31,40%	43,47%	-2,33%
MSCI EM ESG Leaders NR USD	-30,44%	48,19%	2,90%
MSCI EM SRI NR USD	-34,91%	53,56%	-1,24%

■ Fuente: Afi, Morningstar Direct

Durante la caída, se observa cómo en todas las regiones geográficas los índices sostenibles presentan un mejor comportamiento relativo, destacando el MSCI SRI por encima de los demás, excepto en los Países Emergentes. De igual modo, en los meses posteriores a marzo, se registraba una recuperación también muy intensa de las principales

bolsas mundiales. Al igual que observábamos en anteriores episodios históricos, la rentabilidad de la renta variable sostenible no se queda atrás y logra unos resultados en línea con sus índices tradicionales. Destaca especialmente la recuperación experimentada por los países emergentes y el mejor comportamiento relativo del índice SRI, que, a

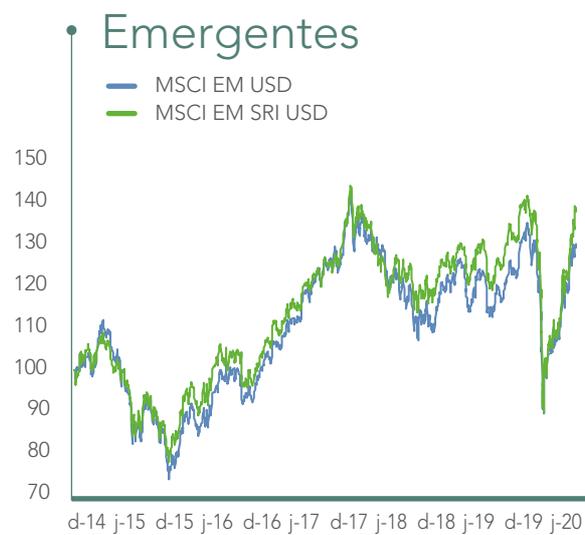
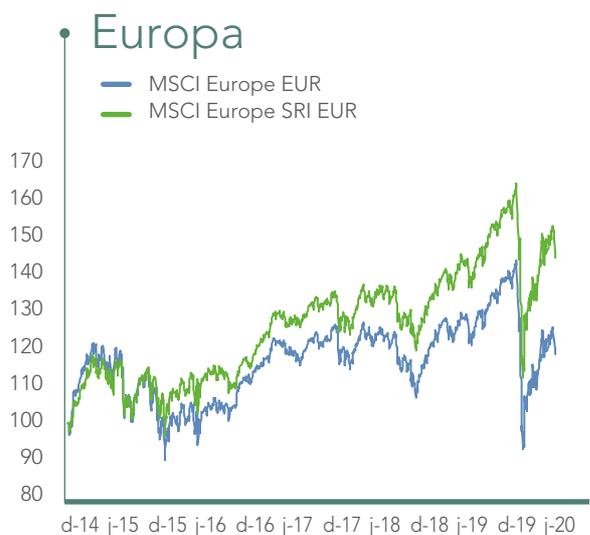
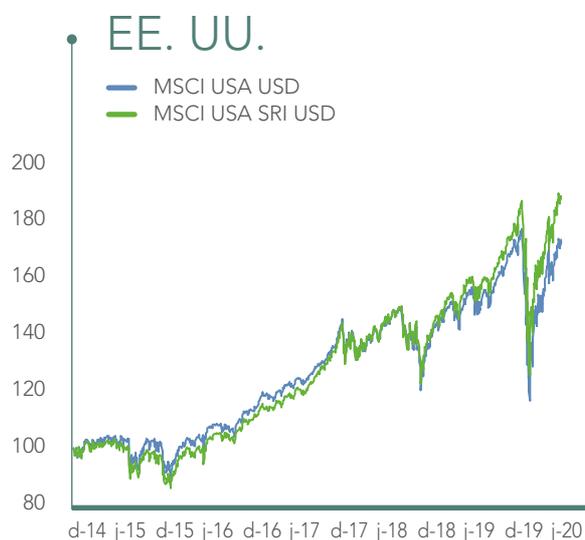
pesar de sufrir una caída mayor, registra una mejor recuperación, logrando así un resultado en el año más positivo que el *parent index* (MSCI EM).

Aunque en algunos casos la recuperación de los índices sostenibles fue ligeramente más moderada que la de los índices tradicionales, la menor caída sufrida en marzo compensa el rendimiento a largo plazo. Y es que, en los primeros siete meses de 2020, los índices sostenibles presentan un comportamiento diferencial y muy positivo respecto a la renta variable tradicional.

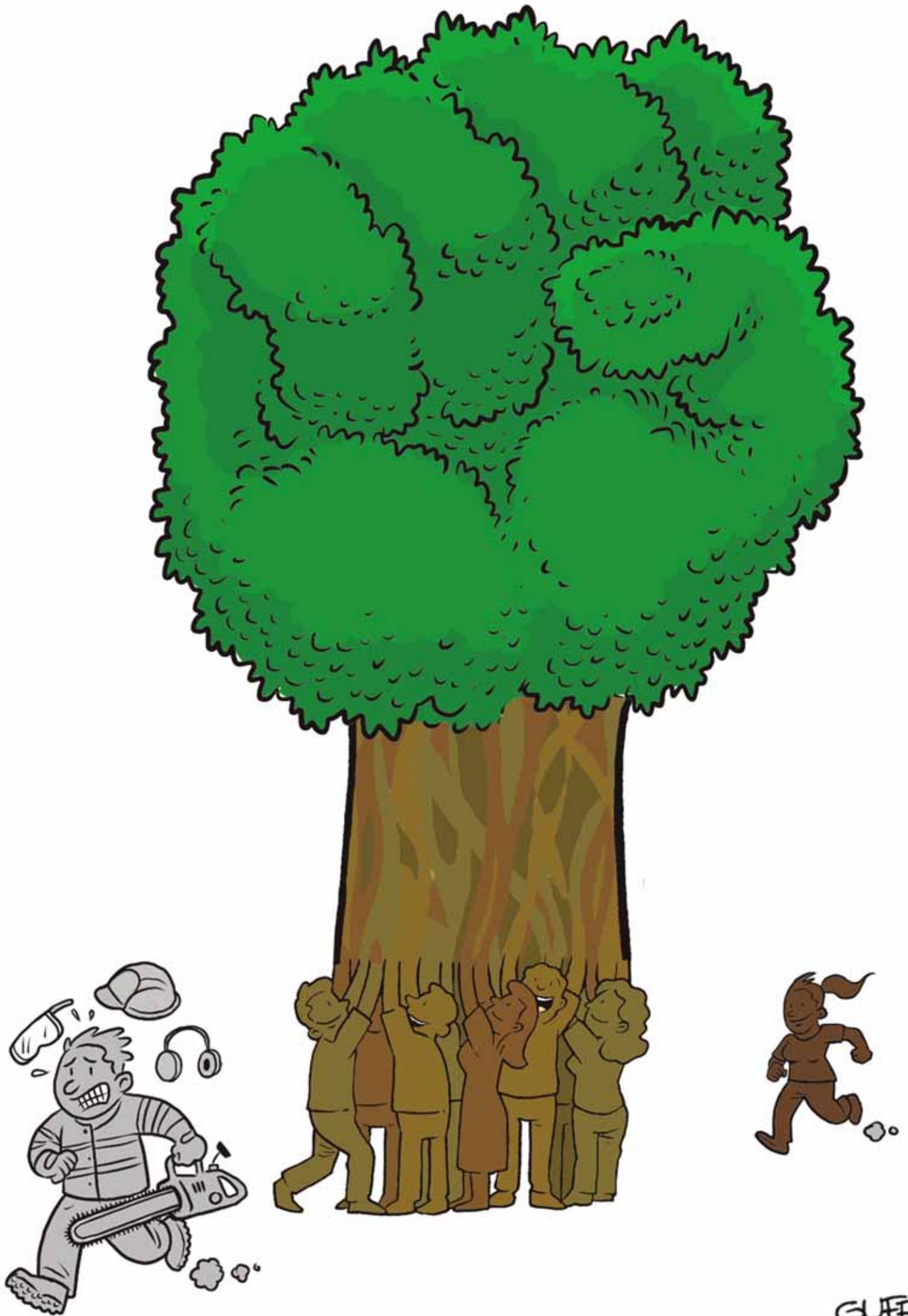
Rentabilidad de la ISR a largo plazo

Estos datos evidencian que los mercados financieros premian aquellas compañías con un perfil más sostenible como empresas más resilientes ante escenarios de elevada incertidumbre. Por tanto, un mejor control de riesgos en momentos de crisis, unido a un comportamiento en línea con los índices tradicionales en la recuperación, resultará en una rentabilidad a largo plazo más atractiva por el simple efecto de la capitalización.

■ Evolución MSCI SRI ACWI, EEUU, Europa y Países Emergentes vs Índices Tradicionales, ene 2015 – jul 2020 (base 100)



Fuente: Afi, Morningstar Direct



GUFFO

Sostenibilidad a golpe de mazo: principales obligaciones normativas

Sostenibilidad y regulación: impactos 360°

La tela de araña legislativa en el ámbito de las finanzas sostenibles va a adquirir una notable importancia en los próximos años, tanto en volumen como en el exigente grado de detalle que incorpora. Este fenómeno legislativo refuerza la importancia de las finanzas sostenibles para la Comisión Europea (CE), conso-

lidando lo establecido por el Plan de Acción de la UE: "actuar urgentemente para consagrar un modelo más sostenible y mitigar las consecuencias imprevisibles del cambio climático". En este sentido, las instituciones europeas han asignado al sistema financiero, por ser quien atesora un volumen significativo de recursos, un papel protagonista en este proceso.

Plan de Acción CE



Fuente: Comunicación de la Comisión Europea - Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible

La implementación de estas acciones deriva en una serie de iniciativas legislativas cuya vocación es mejorar la información que se proporciona a inversores y accionistas en materia de sostenibilidad, articular la integración de

factores ASG en los procesos de toma de decisiones de inversión y de gestión de riesgos y, en última instancia, dirigir los flujos de capital hacia inversiones sostenibles. Entre dichas iniciativas, las más importantes son las siguientes:

Principales iniciativas legislativas del Plan de Acción de Finanzas Sostenibles

Implicaciones	Entidades afectadas
<p>Reglamento de Divulgación de Información</p> <p>Establece nuevas obligaciones para los gestores de activos y entidades financieras (SGIIC, ESI, EGFP, aseguradoras), que deberán divulgar información sobre los procesos que siguen para identificar e integrar los riesgos de sostenibilidad en la toma de decisiones de inversión y en los procesos de asesoramiento. Asimismo, deberán realizar en determinados supuestos un análisis de las principales incidencias adversas en materia de sostenibilidad (PIAS), tanto a nivel de entidad como a nivel de producto, y facilitar determinada información sobre sostenibilidad respecto de los productos financieros que en su caso gestionen.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • SGIIC • ESI • EGFP • Aseguradoras
<p>Propuesta de modificación de Reglamento Delegado MiFID II / IDD</p> <p>Incorpora la obligación para aquellas entidades que presten servicios de asesoramiento, sobre instrumentos financieros o sobre productos de inversión basados en seguros, o de gestión discrecional de carteras, de considerar las preferencias de sostenibilidad de los clientes en la evaluación de idoneidad. De esta forma, los productos que se recomienden o adquieran por cuenta del cliente deberán ser acordes a las preferencias de sostenibilidad manifestadas en la evaluación. Ello conlleva incluir los factores y riesgos de sostenibilidad en la información pre-contractual y post-contractual que se proporciona al cliente, así como en los procesos de control y en la gobernanza de productos.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • SGIIC • ESI • Aseguradoras
<p>Propuesta de Modificación de UCITS y AIFMD</p> <p>Obligación para las SGIIC de integrar los factores y riesgos de sostenibilidad en los procesos de inversión (due diligence y selección de inversiones), en la estructura organizativa y en el sistema de gobierno corporativo.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • SGIIC
<p>Proyecto de Ley de Implicación a Largo Plazo de los Accionistas</p> <p>Incorpora la obligación de SGIIC y ESI que presten servicios de gestión discrecional de carteras (GDC) de publicar en la página web una política de implicación que establezca los procedimientos de voto y diálogo activo con las compañías en las que se invierte. Adicionalmente, con carácter anual se deberá poner a disposición del público información sobre cómo se ha aplicado a lo largo del año la política de implicación. Se establecen obligaciones de información adicionales para aquellas entidades que tengan delegada la gestión de la cartera de entidades aseguradoras o fondos de pensiones.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • SGIIC • ESI
<p>Reglamento de Taxonomía</p> <p>Configura un lenguaje común sobre qué actividades económicas se consideran sostenibles desde un punto de vista ambiental, de forma que los inversores puedan tomar decisiones de inversión con conocimiento de qué se entiende por producto sostenible en la UE.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Impacto indirecto – entidades con producto sostenible
<p>Modificación del Reglamento de Índices de referencia</p> <p>Define dos nuevos índices de referencia financieros que permiten seguir estrategias de inversión bajas en carbono:</p> <p>(i) Índices de referencia de transición climática de la UE;</p> <p>(ii) Índices de referencia alineados con el acuerdo de París.</p> <p>Adicionalmente, incorpora determinadas obligaciones de información sobre sostenibilidad para el resto de índices de referencia.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Impacto indirecto – gestión pasiva
<p>Ecoetiqueta y Green Bond Standard</p> <p>Se trata de dos iniciativas legislativas dirigidas a identificar y promover productos sostenibles en la UE. La Ecoetiqueta de la UE es un esquema voluntario para la promoción de productos con un impacto ambiental reducido durante todo su ciclo de vida. Por su parte, el Estándar Europeo de Bonos Verdes (también de carácter voluntario) tiene como objetivo facilitar el desarrollo del mercado de bonos verdes en la UE estableciendo unos criterios homogéneos entre todas las jurisdicciones.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Impacto indirecto – entidades con producto sostenible

Fuente: Afi, AllianzGI, finReg360

De estas iniciativas, se constata que el enfoque normativo en materia de sostenibilidad es muy amplio y requiere múltiples ámbitos de actuación para las entidades. Dicho esto, en nuestra opinión existen **dos normativas que tendrán un claro impacto en la forma en la que se toman las decisiones de inversión, así como en la estrategia de gama de producto de las entidades financieras: i) el Reglamento de Divulgación y ii) la modificación de MiFID II e IDD.**

Reglamento de Divulgación: integración de riesgos extrafinancieros y productos sostenibles

El Reglamento de Divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros¹ es, seguramente, una de las normativas más importantes y de mayores implicaciones en el ámbito de la

sostenibilidad y la gestión de inversiones. Esta norma, la primera en concretarse del Plan de Acción, tiene como principal objetivo obligar a los participantes en los mercados financieros (cuando creen productos financieros) y a los asesores financieros (cuando presten asesoramiento sobre inversiones o productos de inversión basados en seguros) a divulgar información específica sobre cómo abordan la integración de los riesgos de sostenibilidad (ASG), y cómo llevan a cabo el análisis de las principales incidencias adversas en materia de sostenibilidad (PIAS).

Lo primero que aclara la norma es su ámbito de actuación, esto es, ¿qué participantes en los mercados financieros y asesores están afectados a esta normativa? El Reglamento establece dos criterios principales para enmarcar el ámbito de aplicación de todas las obligaciones:

¹ [www.https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32019R2088](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32019R2088)

Entidades financieras afectadas por el Reglamento de Divulgación

Tipo de entidad participante en el mercado

Las siguientes entidades, por su tipología:

- SGIIC tanto UCITS como AIFMD
- ESI que presten gestión discrecional de carteras (GDC)
- Entidades de crédito que presten GDC
- FPE y Gestores de fondos y planes de pensiones
- SGFCR
- Aseguradoras que ofrezcan productos de inversión basados en seguros (IBIP)

Fuente: Afi, AllianzGI, finReg360

Prestación de servicio de asesoramiento sobre instrumentos financieros o IBIP

Las siguientes entidades cuando presten el servicio de asesoramiento:

- SGIIC
- ESI
- Entidades de crédito
- Aseguradoras
- Distribuidores de seguros

Como vemos, la normativa pone el foco fundamentalmente en dos tipos de entidades, los gestores de activos (*asset managers*) y los de balance (*asset owners*).

No obstante, existen también otras obligaciones adicionales que únicamente aplican a los participantes en el mercado que bien cumplan determinados requisitos relativos al tamaño de la entidad, concretamente, superar los 500 empleados o ser matriz de un grupo que supere los 500 empleados, o bien ofrezcan productos de los que la normativa denomina "sostenibles".

Este Reglamento introduce tres novedosas obligaciones ajenas hasta ahora a la industria de la inversión:

1. **La necesidad de explicar (y divulgar) a los inversores finales cómo se realiza la integración de factores ASG en los productos financieros y en los procesos de asesoramiento y GDC.**

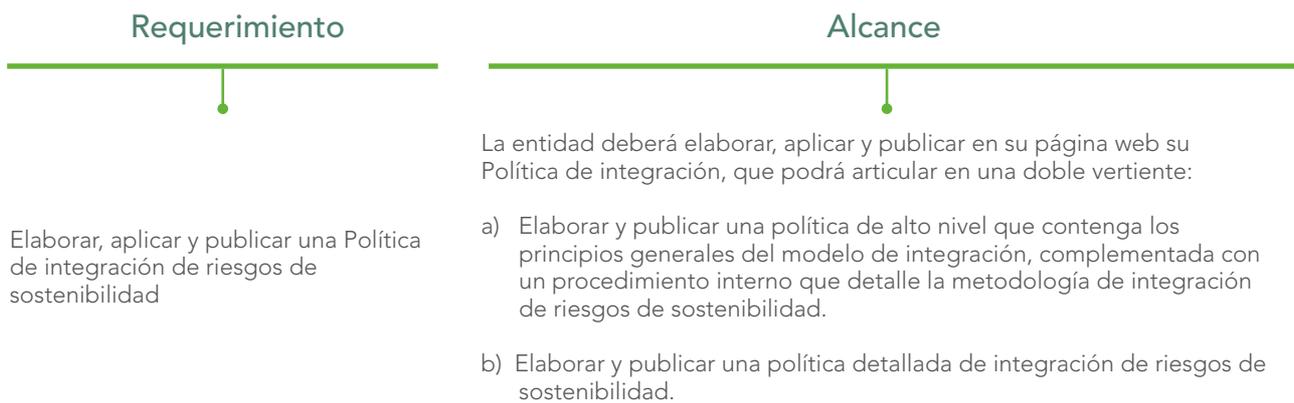
El compromiso del legislador en este ámbito es de tal calado, que las explicaciones abiertas o ambiguas en este sentido no van a ser suficientes. Ejemplo de ello son las plantillas de información que algunos partici-

pantes en los mercados tendrán que publicar como parte de las obligaciones adicionales antes citadas y que tienden a contemplar métricas e indicadores clave (KPI, en sus siglas en inglés) muy claros que no se quedan en generalidades. Éste es el enfoque del legislador para evitar el denominado *greenwashing*², que es una de las prácticas que más preocupan a la

Comisión Europea; lo que conlleva que realmente se aspire a que haya productos con una clara vocación y con ambición de mejora en materia de sostenibilidad.

² El concepto *greenwashing* es un término en inglés utilizado para identificar las malas prácticas que algunas empresas realizan cuando presentan un producto o propuesta como respetuosa con el medio ambiente cuando realmente no lo es.

Política de integración de riesgos de sostenibilidad



Fuente: Afi, Allianz GI, finReg360

2. La primera definición normativa de productos sostenibles, o según su literalidad, **productos que promueven características ambientales y/o sociales, o productos que tengan como objetivo inversiones sostenibles**. Por tanto, el Reglamento de Divulgación nos ofrece, por fin, una primera definición consensuada de lo que en la industria conocemos como productos ISR.

En este sentido, la cartera subyacente de un *producto que promueva características medioambientales o sociales* (o una combinación de ellas), respetando siempre prácticas de buena gobernanza, podrá estar compuesta por inversiones que ayuden a conseguir dichas características, inversiones conocidas como “sostenibles” o inversiones en otros activos no relevantes para la promoción de las características pero que cumplan una función de cobertura, diversificación o que se trate de activos del mercado monetario o sobre los que no exista información sobre sostenibilidad.

Por su parte, la cartera de un *producto que tenga como objetivo inversiones sostenibles* deberá

estar, en todo caso, integrada por este tipo de inversiones, si bien se permite un cierto margen de discrecionalidad para incluir otros activos no relevantes que sirvan a una finalidad de cobertura o sobre los que no exista información sobre sostenibilidad pero manteniendo unas cautelas mínimas y siempre que no pongan en riesgo la consecución del objetivo de sostenibilidad.

¿Y qué se entiende, a su vez, por inversiones sostenibles? Según define el propio Reglamento de Divulgación, toda inversión en una actividad económica que contribuya a un objetivo medioambiental o social, medido a través de indicadores clave de eficiencia, siempre y cuando dicha actividad no perjudique significativamente ningún otro objetivo medioambiental y social y las empresas beneficiarias sigan prácticas de buena gobernanza.

A pesar de que aún existe incertidumbre sobre algunos de los conceptos y definiciones que plantea el Reglamento, podemos hacernos una idea de qué son los productos sostenibles y los diferentes grados de exigencia entre las diferentes tipologías.

Tipos de productos según el Reglamento de Divulgación



Fuente: Afi, Allianz GI, finReg360

3. La introducción al principio de que las inversiones no causen un daño significativo (DNSH, por sus siglas en inglés). Esta obligación, que afecta a aquellas entidades con productos sostenibles se basa en el principio de que toda inversión sostenible debe cumplir el principio de no causar un daño significativo (DNSH) en alguno de los objetivos de sostenibilidad. La normativa en un primer momen-

to solo hace referencia a los daños medioambientales, pero con el tiempo, y una vez se defina la Taxonomía Social acabará integrando también aspectos sociales. Este principio supone evitar que un producto sea sostenible desde un punto de vista, por ejemplo, medioambiental pero no así desde un punto de vista social o de gobernanza.

Objetivos medioambientales y principio DNSH según el Reglamento de Taxonomía



Fuente: Afi, Allianz GI, finReg360

La valoración del principio de DNSH se materializa a través de la enumeración de una serie de impactos adversos (PIAS)³, un nuevo y complejo concepto que requerirá analizar y medir ya no solo los impactos positivos que generamos con nuestras inversiones, sino también los impactos negativos. Se entiende por PIAS cualquier impacto negativo, relevante o potencialmente relevante, que la decisión de inversión o la recomendación pueda causar o contribuir a causar sobre los factores de sostenibilidad de la compañía.

La incorporación de estos PIAS¹ no será nada sencilla, ya que implica la divulgación de una serie de indicadores y métricas medioambientales difíciles de entender y conseguir por medios propios (32 indicadores obligatorios + 18 adicionales), según la propuesta actual, pendiente de aprobación definitiva por lo que deberemos acudir a proveedores de datos especializados.

³ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/jc_2020_16_-_joint_consultation_paper_on_esg_disclosures.pdf

Ejemplo de la propuesta de formulario a cumplimentar con cada uno de los indicadores

Table 1
Principal adverse impacts statement

Adverse sustainability indicator						Metric (expressed in market value)	Impact [year n]	Impact [year n-1]	Explanation
Summary									
[Name and, where available, LEI] considers principal adverse impacts of its investment decisions on sustainability factors.									
This principal adverse impacts statement covers the period from 1 January to 31 December [year n].									
[Summary referred to in Article 6(1)(d) in one of the official languages of the home Member State of the financial market participant and, if different, in a language customary in the sphere of international finance]									
Details of the assessment of principal adverse sustainability impacts									
[Information referred to in Article 7 in the format set out below]									
CLIMATE AND OTHER ENVIRONMENT-RELATED INDICATORS									
Greenhouse gas emissions	1. Carbon emissions (broken down by scope 1, 2 and 3 carbon emissions - including agriculture, forestry and other land use (AFOLU) emissions - and in total)	Please see point (f) above							
	2. Carbon footprint	Please see point (g) above							
	3. Weighted average carbon intensity	Please see point (i) above							
	4. Solid fossil fuel sector exposure	Share of investments in solid fossil fuel sectors							
Energy performance	5. Total energy consumption from non-renewable sources and share of non-renewable energy consumption	1. Total energy consumption of investee companies from non-renewable energy sources (in GWh), expressed as a weighted average 2. Share of non-renewable energy consumption of investee companies from non-renewable energy sources compared to renewable energy sources, expressed as a percentage							
	6. Breakdown of energy consumption by type of non-renewable sources of energy	Share of energy from non-renewable sources used by investee companies broken down by each non-renewable energy source							
	7. Energy consumption intensity	Energy consumption of investee companies per million EUR of revenue of those companies (in GWh), expressed as a weighted average							
	8. Energy consumption intensity per sector	Energy consumption intensity per million EUR of revenue of investee companies, per NACE sector (in GWh), expressed as a weighted average							

Fuente: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/jc_2020_16_-_joint_consultation_paper_on_esg_disclosures.pdf

Podemos afirmar, por tanto, que el Reglamento de Divulgación supone todo un cambio cultural en el mundo de la inversión, trayendo al ámbito económico toda una serie de datos y métricas absolutamente ajenas a nuestra industria. Esto supondrá sin duda un reto intelectual y un importante esfuerzo organizativo por parte de las entidades, tanto de aprendizaje de este nuevo "idioma sostenible", como de integración en el proceso de decisiones de inversión y control de riesgos.

Reglamentos delegados de MiFID II e IDD: el reto de satisfacer las preferencias de nuestros clientes

Así como el Reglamento de Divulgación tendrá un impacto claro en la organización y procedimientos de las entidades financieras, la modificación de la normati-

va MiFID e IDD supondrá el espaldarazo definitivo a los productos sostenibles desde el punto de vista de gestión y comercialización.

Y es que esta propuesta añade un criterio más a la hora de que el cliente determine sus preferencias de inversión en el marco del asesoramiento o gestión discrecional de carteras (GDC): la sostenibilidad. Esta circunstancia implica que las entidades se vean obligadas, por primera vez, a tener en cuenta las preferencias de sostenibilidad declaradas por el cliente en el test de idoneidad. Hablamos, por tanto, de una obligación aplicable a un contexto de asesoramiento y gestión discrecional de carteras (test de idoneidad), y no de comercialización (test de conveniencia). En estos casos, aunque no exista un mandato directo, indirectamente habrá de tenerse en cuenta al definir el público objetivo de los productos (y definir si se trata de un público objetivo con preferencias de sostenibilidad o no).

Es aquí donde vemos que el impacto de esta normativa puede cambiar por completo la actual conformación de la gama de producto de las entidades. **En la medida en que la sensibilidad social en cuanto a la sostenibilidad se está incrementando de forma exponencial en los últimos años, podemos prever que una parte importante de nuestros clientes tendrá algún tipo de preferencias de sostenibilidad y, por tanto, las entidades la obligación de satisfacer esas preferencias.**

¿Cómo hacerlo? A través de la creación de una gama adecuada de productos sostenibles. Pero ¿qué se puede considerar producto sostenible? En este sentido, ya hemos explicado que el Reglamento de Divulgación distingue dos categorías dentro de los "productos sostenibles", pero es que la nueva propuesta de modificación de MiFID II/IDD, matiza algunos requisitos

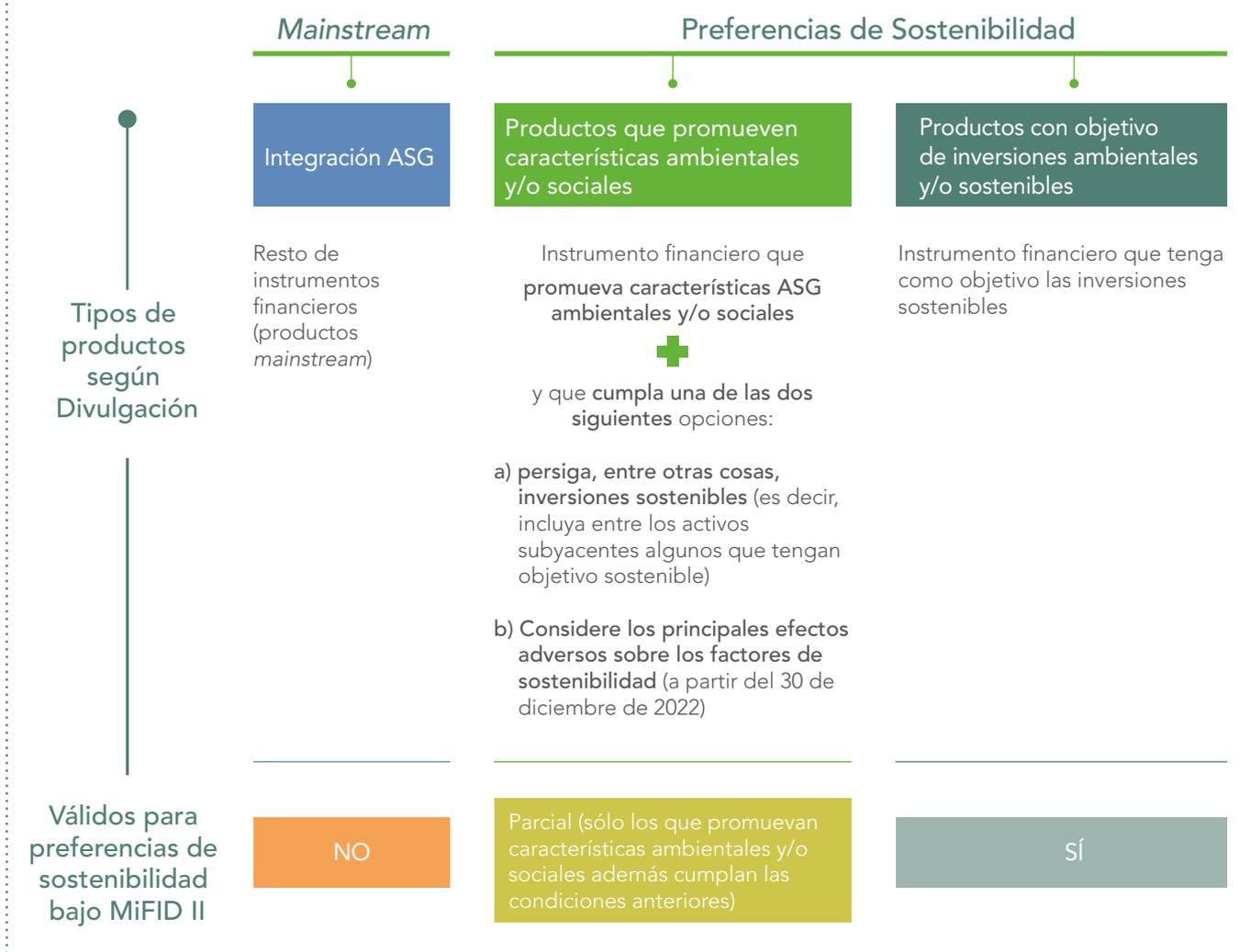
que tienen que tener estos productos para que sean calificables como sostenibles bajo el test de idoneidad.

Así, los productos que promueven características ambientales y/o sociales, al tratarse de productos con una menor exigencia de sostenibilidad en comparación con los productos que tienen como objetivo inversiones sostenibles, deben adicionalmente:

- Perseguir, entre otros, inversiones sostenibles (tal y como estas se han definido anteriormente); o
- A 30 de diciembre de 2022, considerar PIAS.

Por tanto, para que un producto financiero sea considerado sostenible, ha de encuadrarse en alguna de las categorías anteriores, no bastando con una mera selección genérica de inversiones.

¿Qué productos responden a las preferencias de sostenibilidad de los clientes?



Fuente: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/jc_2020_16_-_joint_consultation_paper_on_esg_disclosures.pdf



Además, toda la justificación del producto ha de plasmarse en la información pre y post contractual de los productos, que también deberá estar disponible en la página web, donde se añadirá información adicional (seguimiento de las características/objetivo, metodología empleada, diligencia debida, etc.).

Por su parte, en un contexto de **asesoramiento**, las entidades también tendrán que explicar por qué su recomendación responde a la demanda del cliente de contemplar sus preferencias de sostenibilidad; aquellas entidades que no cuenten con los productos adecuados, deberían articular la recomendación en base a productos de otras entidades (arquitectura abierta).

Se vislumbra así un potencial impacto de las respuestas sobre las preferencias de sostenibilidad del cliente en la gama de productos ofrecidos por las entidades, **siendo previsible que la mera integración ASG en la gestión de los productos (productos *mainstream*) no sea suficiente para satisfacer las preferencias en sostenibilidad manifestadas por el cliente.**

Adicionalmente a la inclusión de información (pre y post contractual) dirigida a clientes, la modificación de las Directivas MiFID II e IDD en materia de ASG abarca otros ámbitos como:

- Incorporación de los riesgos de sostenibilidad en la estructura organizativa -especialmente en las áreas de gestión de riesgos y cumplimiento normativo de las entidades- y en la gestión de los conflictos de interés que puedan surgir a la hora de integrar los riesgos de sostenibilidad:
 - ✓ Ello implica contar con recursos humanos y materiales adecuados con experiencia en riesgos de sostenibilidad.
 - ✓ En todo caso, la alta dirección es responsable de los riesgos de sostenibilidad.
 - ✓ Esta responsabilidad pasa por contar con procedimientos adecuados de gestión de riesgos que permitan identificar y evaluar los riesgos de sostenibilidad.
- Inclusión de los factores de sostenibilidad en la definición del mercado objetivo (*target market*):
 - ✓ Ello implica considerar las preferencias de sostenibilidad a la hora de establecer el mercado destinatario identificado de los productos y de distribuirlos entre los clientes.



¿Sostenibles? Sí, y mucho: el cliente toma la palabra

Las entidades tendrán que preguntar a sus clientes si quieren invertir de manera sostenible. Y la respuesta parece que será un rotundo sí. Tal y como hemos analizado en el capítulo anterior, uno de los grandes hitos normativos y con mayor impacto sobre el sector financiero será la **modificación de la Directiva de MiFID II e IDD para incorporar las preferencias sobre sostenibilidad del inversor en el test de idoneidad**. La respuesta a esta pregunta supone un gran desafío para el sector financiero, que deberá ser capaz de ofrecer productos que satisfagan las preferencias de los inversores.

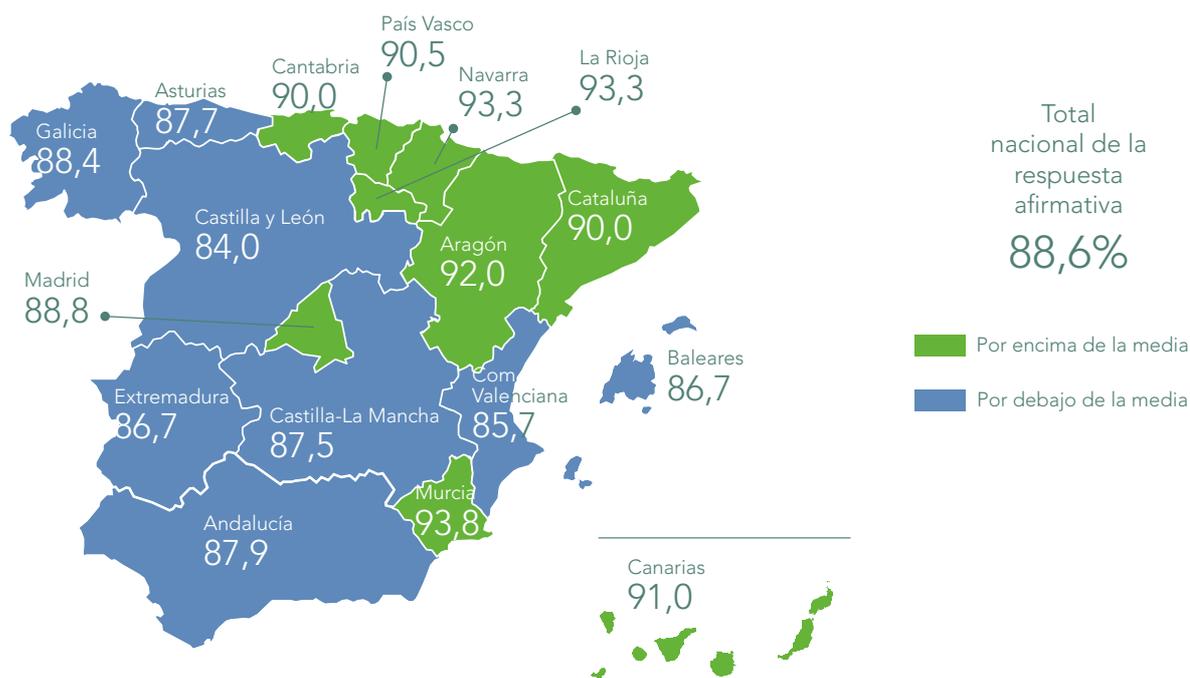
Hemos realizado un estudio de campo orientado a dos grupos de interés, inversores y asesores financieros, con el objetivo de analizar el conocimiento, preferencias y sensibilidad hacia las inversiones sostenibles, así como el potencial desarrollo y crecimiento de las mismas en los próximos años. La encuesta fue realizada por GfK para AFI, Allianz Global Investors y finReg360 entre el 8 de junio y el 1 de julio a más de

2.000 inversores (con un mínimo de 30 mil euros de patrimonio disponible) y a 200 asesores financieros/gestores bancarios de toda España.

Preferencias sostenibles: ¿sí o no?

La principal conclusión es que **los inversores españoles no tienen dudas y están abiertos a incorporar criterios de sostenibilidad en la gestión de sus carteras**. Casi nueve de cada diez encuestados (un 88,6%) **desearían invertir en productos sostenibles**. El 73,3% lo haría siempre y cuando esto no suponga una merma en la rentabilidad (un aspecto que los asesores han sabido calibrar correctamente, ya que el 60% de ellos afirma también que los clientes desean invertir de manera sostenible siempre que no afecte a su rentabilidad). Hay un 15,2% que está dispuesto a incorporar criterios sostenibles "en cualquier caso", sin tener en cuenta ningún tipo de consideración o prevención adicional. Y sólo un 11,4% rechaza incorporar criterios sostenibles en la gestión de sus carteras.

¿Desearía que en la gestión de su patrimonio se utilizaran criterios sostenibles?



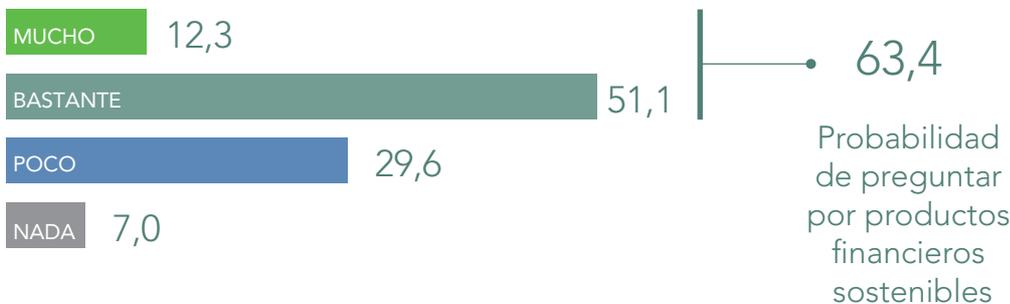
■ Porcentaje de respuestas afirmativas

Esto supone que las entidades deberán tener gama sostenible suficiente a disposición del cliente y una red de distribución preparada para trasladar ese mensaje. El sector financiero tiene hoy el reto de hacer que el nuevo diálogo sobre sostenibilidad, que viene impulsado tanto por la regulación como por los cambios de las preferencias sociales, se convierta en una oportunidad de negocio y de establecer relaciones duraderas con los clientes.

63,4%

Más de un 60% de los encuestados considera que es bastante probable que a partir de ahora soliciten a su entidad productos de inversión sostenible.

¿Cuál es la probabilidad de que a partir de ahora pregunte por productos de inversión sostenibles?



Datos en %

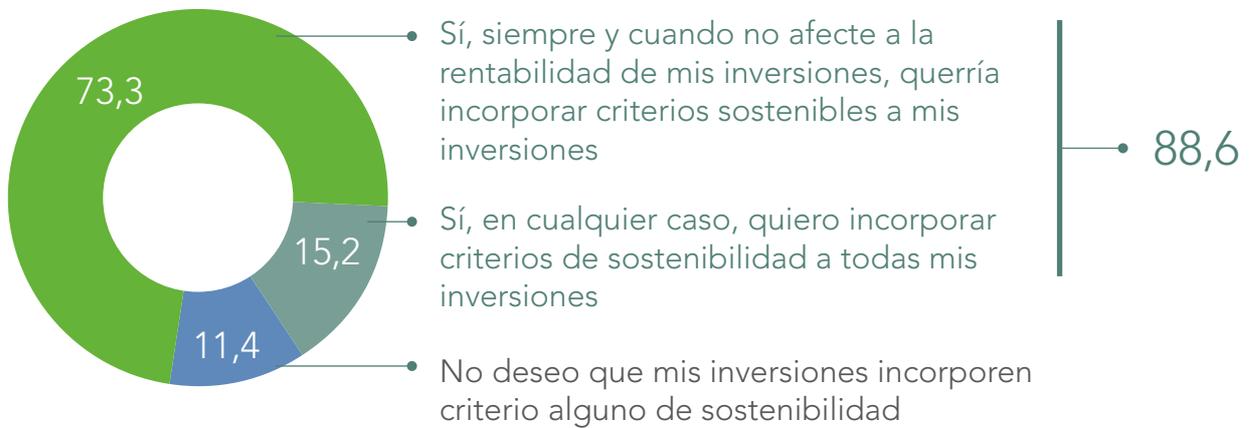
Los resultados de la encuesta dejan claro que, para las entidades y asesores, tiene sentido dar el primer paso y atreverse a iniciar y estimular la conversación sobre sostenibilidad con los clientes. Las entidades que más hablan de estos temas tienen asesores más sensibilizados y, a su vez, los asesores que más dialogan sobre sostenibilidad son los que tienen unos clientes más dispuestos a invertir de forma sostenible.

Los asesores parecen leer correctamente cuáles son las motivaciones de los clientes a la hora de considerar la inversión sostenible. La **principal motivación** que señalan los inversores para incluir estas cuestiones es la de generar un **impacto positivo** en la sostenibilidad del modelo económico y social (es la principal razón

que esgrime la mitad de los inversores interesados en invertir de manera sostenible y es la que un 46% de los asesores destaca también como la más importante para sus clientes). El segundo motivo para incluir inversiones sostenibles por parte de los clientes es el invertir en empresas que se preocupan por la sostenibilidad, "puesto que tendrán un mejor comportamiento a futuro".

En el lado contrario, **sólo un 11,4% de los inversores encuestados responde que no desearían incluir criterios de sostenibilidad** en la gestión de sus inversiones y lo justifican principalmente por una **falta de conocimiento** hacia esta tipología de inversiones.

¿Desearía que en la gestión de su patrimonio se utilizaran criterios sostenibles?



Motivación para incluir criterios sostenibles

46,4

Me gustaría que mis inversiones tuviesen un impacto positivo en la sostenibilidad de nuestro modelo económico y social

43,8

Quiero invertir en aquellas empresas y negocios que se preocupan por la sostenibilidad, puesto que tendrán un mejor comportamiento a futuro

32,0

Hay sectores y/o actividades en los que sé que no quiero invertir mi dinero

20,6

Quiero que se gestionen los riesgos derivados de la sostenibilidad, puesto que así mi inversión será más segura

Motivación para no incluir criterios sostenibles

69,9

No conozco este tipo de inversiones, por lo que prefiero no invertir con estos criterios

24,0

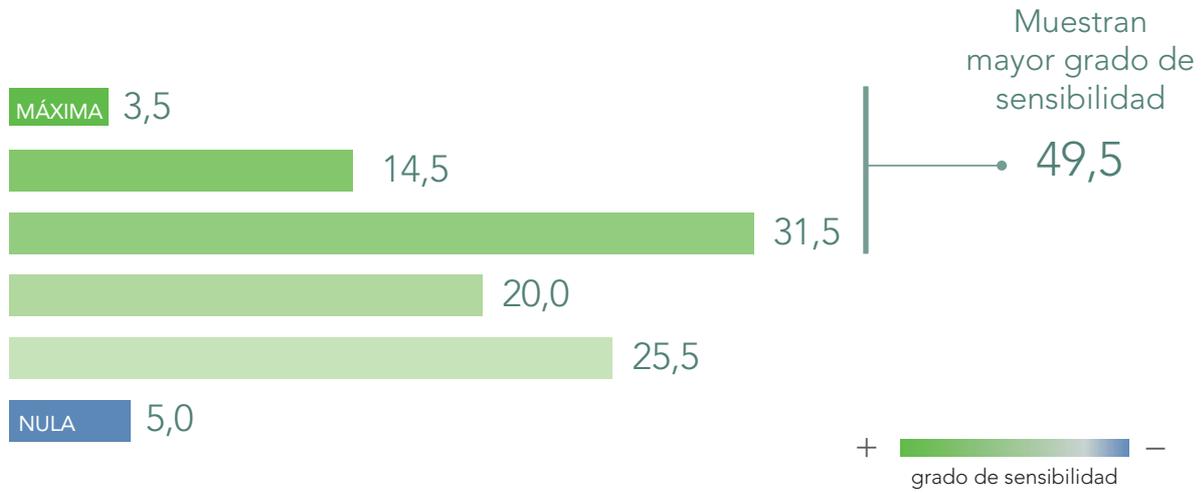
No quiero modificar el esquema de productos que tengo ahora mismo

11,1

Creo que las inversiones sostenibles son menos rentables que las tradicionales

Datos en %

¿En qué grado son sus clientes sensibles a la inversión sostenible y responsable, es decir, en qué medida muestran interés y preocupación por el tema?



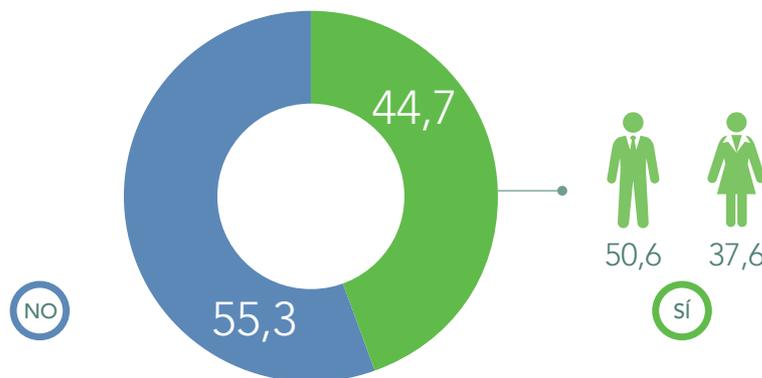
Datos en %

Poco conocimiento, mucho interés

La encuesta también revela que todavía hay mucho trabajo por hacer. **El grado de conocimiento es bajo entre los clientes.** Menos de la mitad de los encuestados (un 45%) sabe que existen productos de inversión que siguen criterios sostenibles. El conocimiento

es significativamente mayor entre los hombres (un 50,6%) que entre las mujeres (un 37,6%). Esta diferencia de género en el conocimiento de los productos financieros sostenibles puede reflejar la persistencia hoy en día de la histórica mayor involucración de los hombres en la gestión de las finanzas familiares.

¿Sabe que existen productos de inversión que siguen criterios sostenibles a la hora de realizar sus inversiones?

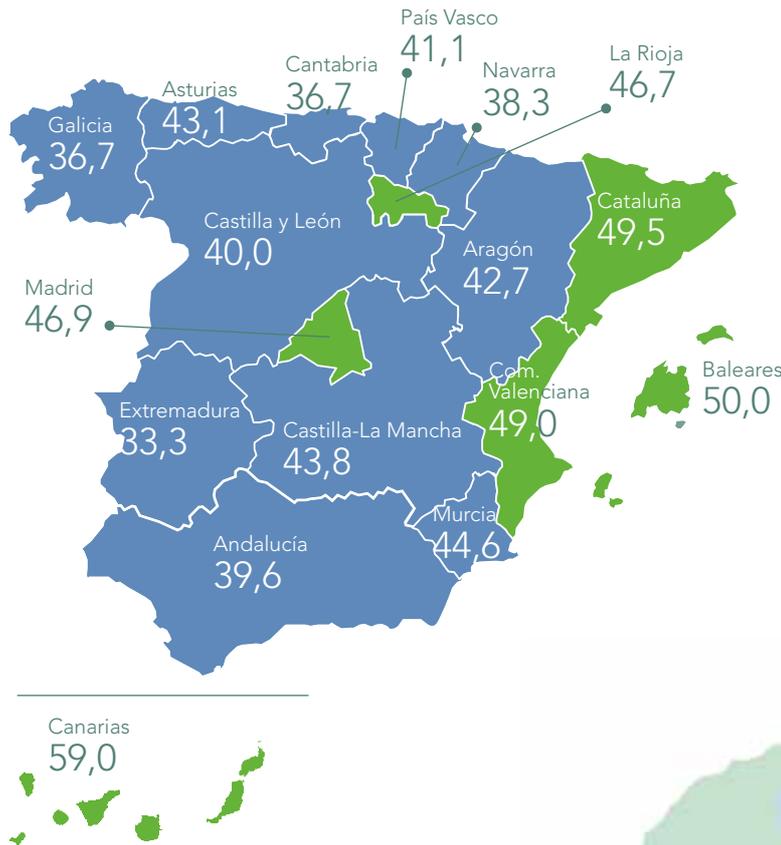


Datos en %

Por comunidades autónomas, Canarias, Baleares y la Comunidad Valenciana son las comunidades en las que el grado de conocimiento es mayor. Mientras que

Extremadura, Cantabria y Galicia son las que presentan más desconocimiento de los productos de inversión sostenibles.

■ ¿Sabe que existen productos de inversión que siguen criterios sostenibles a la hora de realizar sus inversiones?



Total nacional de la respuesta afirmativa
44,7

■ Por encima de la media
■ Por debajo de la media

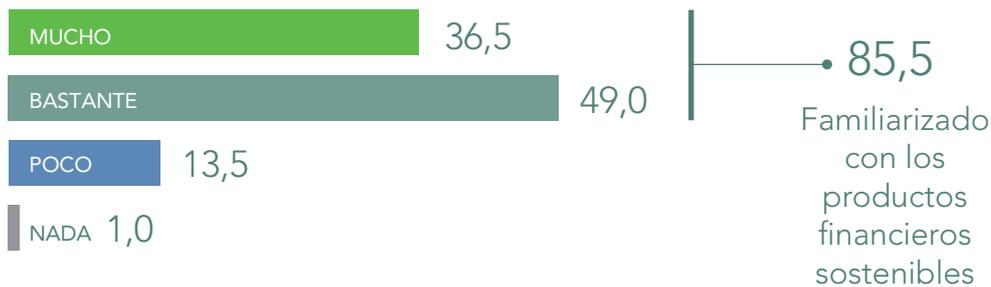
■ Porcentaje de respuestas afirmativas



El panorama es más alentador desde la óptica de los profesionales de la inversión. Los asesores financieros consideran que tanto ellos como sus entidades están ya relativamente bien preparados para ofrecer

productos de inversión sostenible. **Casi nueve de cada diez asesores aseguran que están familiarizados con la inversión sostenible.**

■ Si le hablo de productos de ahorro o inversiones sostenibles, ¿en qué grado está familiarizado con este término?



■ Datos en %

Eso sí, la afirmación de los asesores no coincide con lo que perciben los clientes. Un 20% considera que los asesores no tienen conocimientos sobre inversión sostenible, un porcentaje que se eleva hasta el 34,1% en el caso de los hombres. Como veremos más adelante, entidades y asesores tienen que hacer un esfuerzo si quieren mejorar la percepción que los clientes tienen de ellos.

Aunque el conocimiento específico sobre la inversión sostenible es bajo por parte de los inversores, el interés general por la sostenibilidad es creciente. Un 63,4% estaría dispuesto a pedir información sobre este tipo de productos. La Rioja, Castilla-La Mancha y Navarra son las comunidades en las que los clientes muestran una mayor disposición a preguntar por estrategias sostenibles (con más del 70% de los consultados en cada caso). Parece haber, por tanto, apetito, o al menos una buena predisposición hacia las inversiones sostenibles por parte de los inversores españoles, aunque el grado de conocimiento sobre este tipo de productos (o incluso la existencia de los mismos) sea aún escaso.

■ **El 65,1%**

de los inversores asegura que su entidad nunca le ha ofrecido un producto de inversión sostenible y casi 9 de cada diez señalan que su asesor nunca le ha preguntado sobre sus preferencias en materia de sostenibilidad.

¿Oferta suficiente?

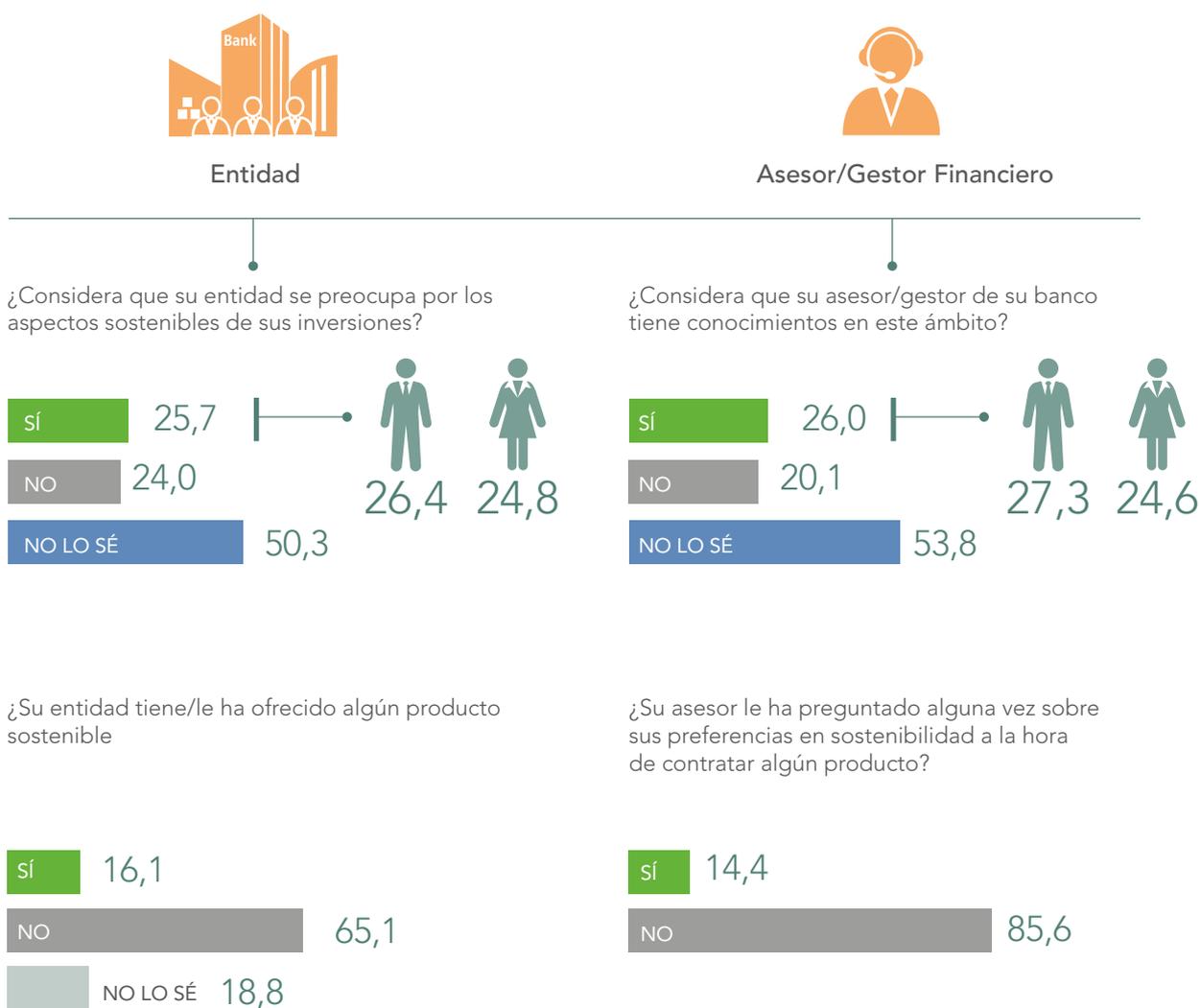
Sólo uno de cada cuatro clientes considera que su entidad se preocupa por los aspectos sostenibles de sus inversiones o que su asesor tiene conocimientos en este ámbito. Es llamativo que más de la mitad de los consultados desconoce el grado de implicación que su entidad o su asesor tienen en materia de sostenibilidad. Aquí, claramente, hay campo para una mejor comunicación con los clientes.

Con la modificación de la Directiva de MiFID II, las entidades deberán preguntar sobre las preferencias

de los clientes en materia de sostenibilidad, algo que parece que pocos asesores están haciendo a día de hoy. Es una conversación pendiente y cuyo resultado, a la vista de los datos que se desprenden de esta encuesta, podría sorprender a muchos asesores.

El 65,1% de los inversores asegura que su entidad nunca le ha ofrecido un producto de inversión sostenible y casi 9 de cada diez señalan que su asesor nunca le ha preguntado sobre sus preferencias en materia de sostenibilidad.

■ ¿En qué medida impulsan la sostenibilidad el asesor y la entidad?

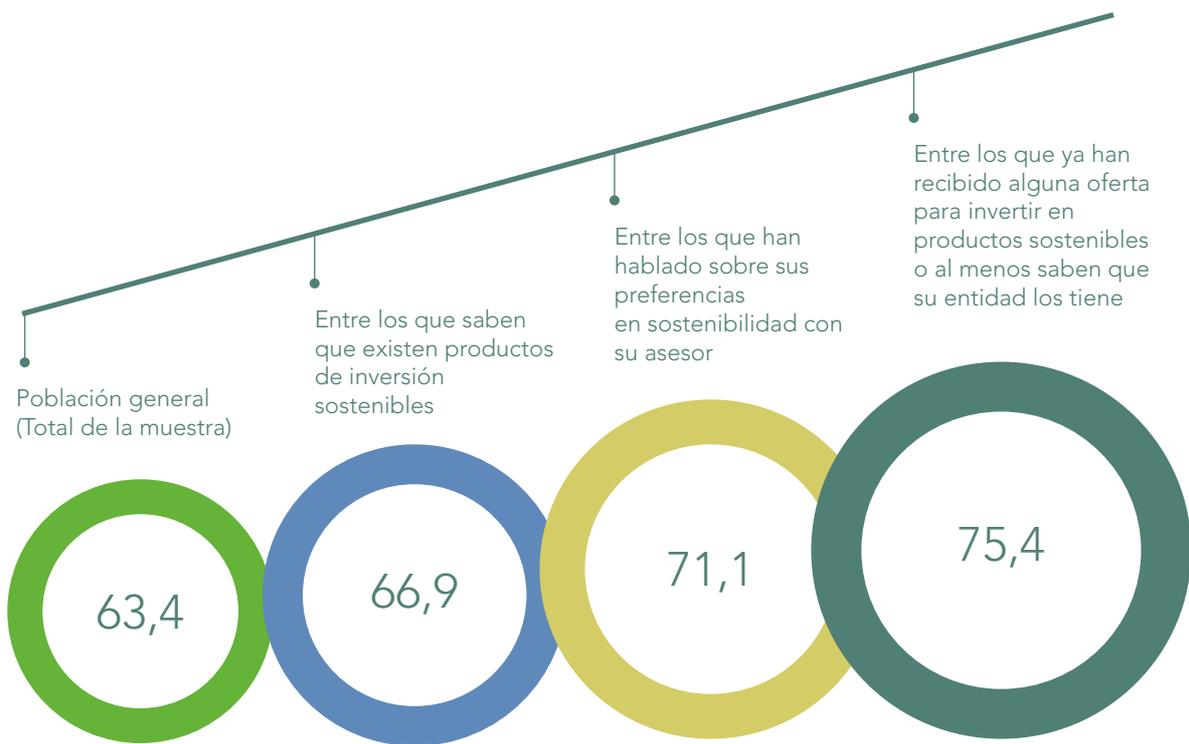


■ Datos en %

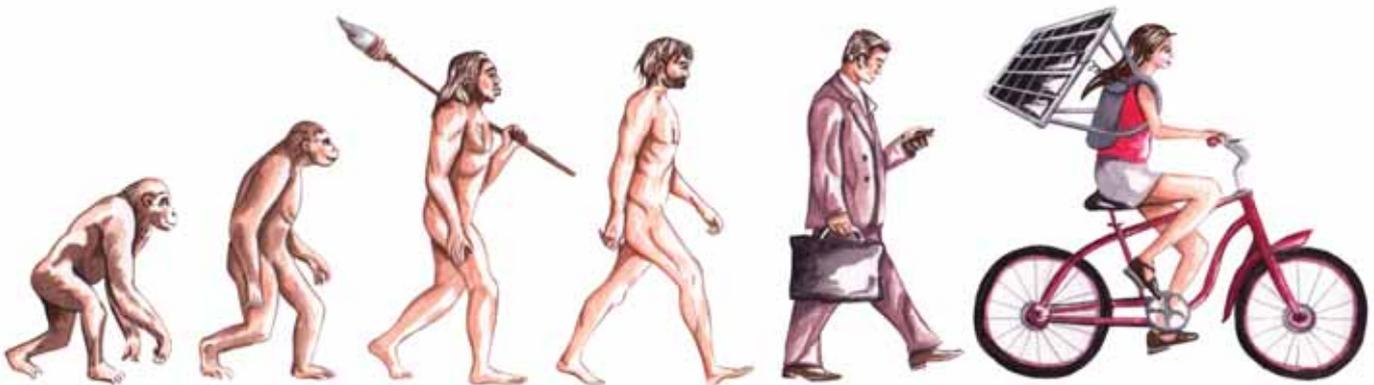
Dar a los clientes información sobre inversión sostenible y hablar con ellos sobre este tema eleva su apetito por este tipo de productos. La probabilidad de que un cliente pregunte por productos de inversión sos-

tenible aumenta significativamente para los clientes a los que su asesor les ha preguntado sobre sus preferencias en sostenibilidad y para los que ya se la ha ofrecido algún producto de este estilo.

■ ¿Cuál es la probabilidad de que a partir de ahora pregunte por productos de inversión sostenibles?



■ Datos en %



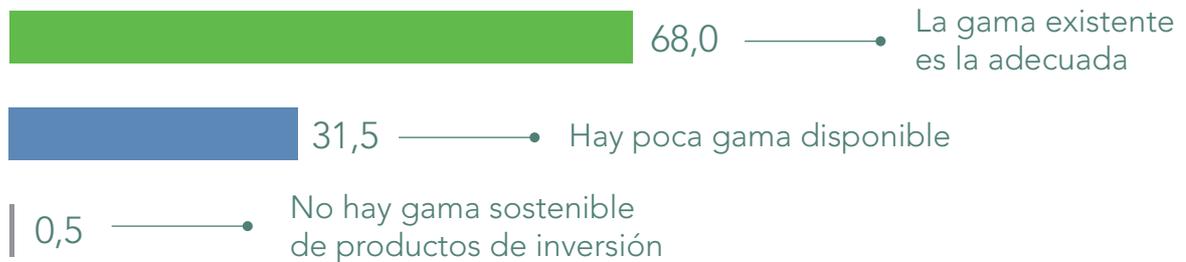
Desde el punto de vista de los asesores, casi siete de cada diez está satisfecho con la gama de productos

sostenibles de su entidad, mientras que el 30% restante considera que ésta debería ampliarse.



Casi nueve de cada diez asesores aseguran que incorporan la inversión sostenible en sus conversaciones con clientes, aunque el 85,6% de los inversores consultados, afirman que su asesor nunca ha tenido esa charla con ellos.

¿Cree que la gama de productos sostenibles existente en su entidad es suficiente para atender las necesidades de sus clientes?



Datos en %

No me chilles, que no te veo

Como decíamos al inicio de este capítulo, hay una conversación pendiente. Los asesores y los clientes parecen moverse en dos realidades paralelas. Esta falta de conexión evidente, además, puede estar haciendo que las entidades dejen escapar no sólo una buena oportunidad de negocio, sino también la ocasión de alinearse con los intereses y motivaciones de los clientes. La inversión sostenible supone una buena oportunidad para recuperar la confianza de los clientes y para establecer una relación de fidelidad en el largo plazo que vaya más allá de una típica charla

sobre resultados financieros. Las entidades tienen la posibilidad de volverse relevantes para sus clientes de un modo nuevo, de acompañar su acción y su discurso con la voluntad y el deseo de unos inversores cuyas preocupaciones e intereses van más allá de lo estrictamente financiero.

Casi nueve de cada diez asesores aseguran que incorporan la inversión sostenible en sus conversaciones con clientes, algo que choca con la afirmación del 85,6% de los inversores consultados, según los cuales su asesor nunca ha tenido esa charla con ellos.

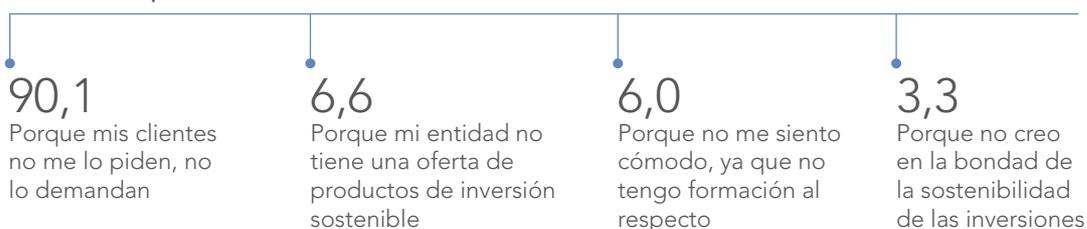
¿Incorpora la inversión sostenible en sus conversaciones con clientes? ¿Que le motiva o le frena?



Motivación para hablar de sostenibilidad con sus clientes



Motivación para no hablar de sostenibilidad con sus clientes



Datos en %

■ Probabilidad de incluir productos sostenibles

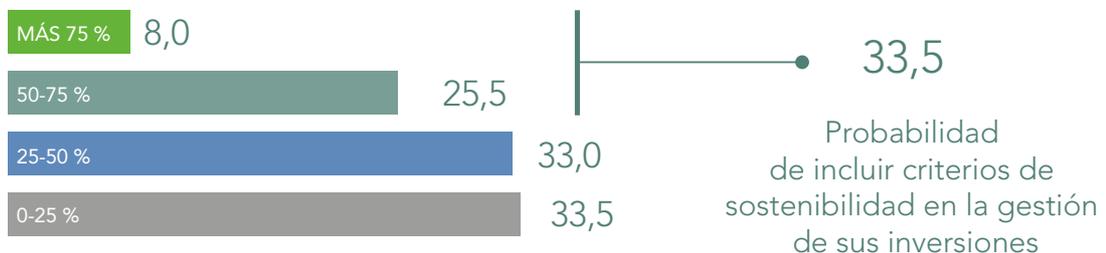
A los Inversores...

¿Cuál es la probabilidad de que a partir de ahora (en un futuro cercano) pregunte por productos de inversión sostenibles en su entidad financiera?



A los Asesores financieros...

Ante una pregunta concreta a sus clientes en relación con la posibilidad de incluir criterios de sostenibilidad en la gestión de sus inversiones, ¿qué porcentaje de estos cree que responderían positivamente?



■ Datos en %

De los asesores que afirman que hablan con sus clientes sobre sostenibilidad, el 65% asegura que no lo hace con todos los clientes. Y los asesores afirman que inician esta charla más por una motivación personal ("por convencimiento moral y/o ético", como destacan casi 7 de cada diez asesores como principal motivación para entablar el diálogo) que por motivos comerciales (sólo uno de cada tres asegura que los tiene en cuenta al hablar de sostenibilidad). Uno de cada cuatro habla de sostenibilidad porque es el cliente el que lo pide.

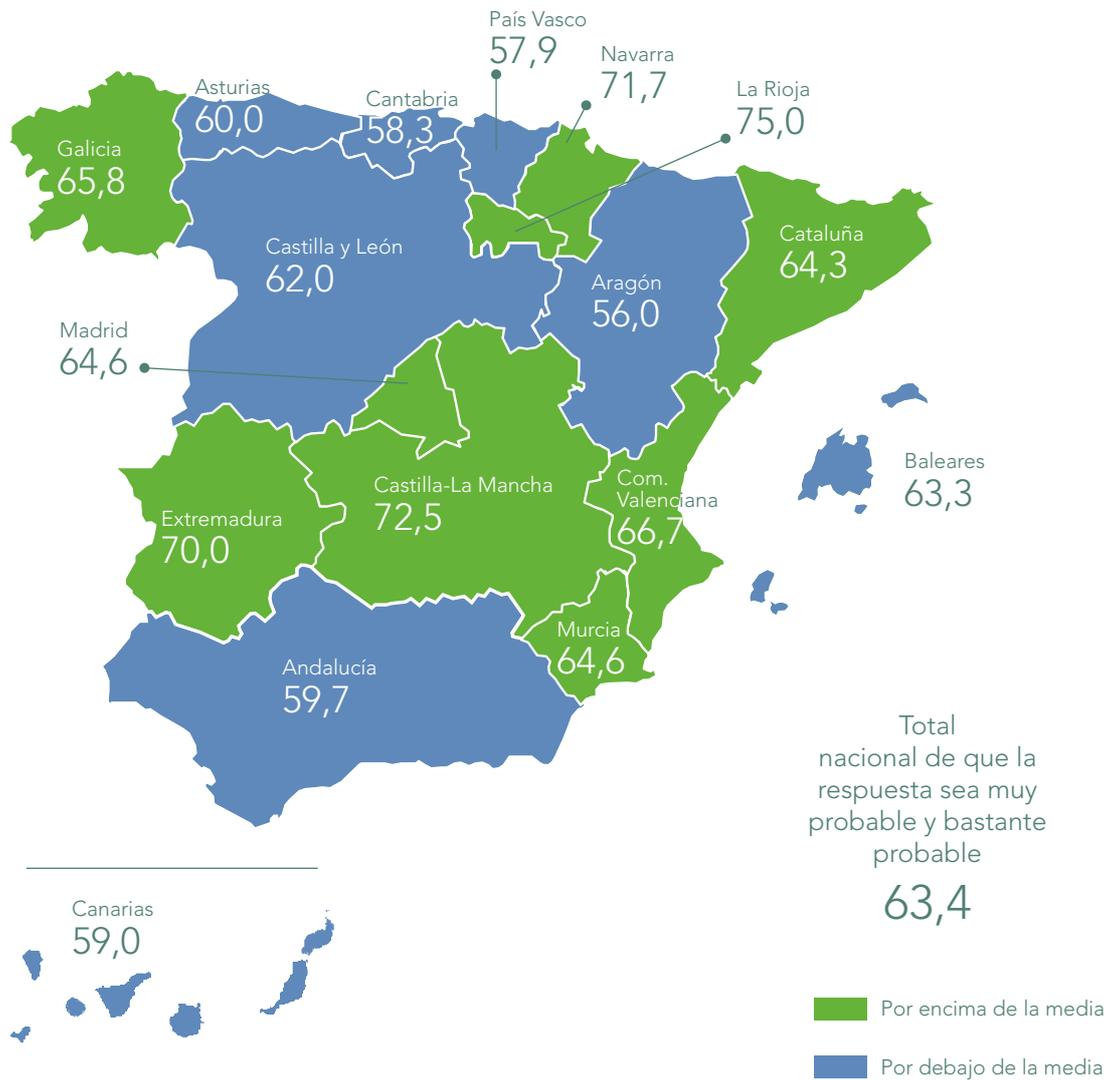
De los que no hablan con el cliente sobre sostenibilidad, llama la atención que actúan así porque el cliente "no lo demanda" (nueve de cada diez asesores que nunca hablan de sostenibilidad con los clientes aseguran que lo que les frena es que los clientes no se lo piden).

Los asesores afirman que en torno a la mitad de sus clientes muestran cierto interés por la inversión sostenible y responsable, lo que contrasta con el hecho de que nueve de cada diez inversores declaren interés por este tipo de productos.

Por otra parte, seis de cada diez inversores declaran que a partir de ahora preguntarán por productos de inversión sostenible, pero sólo un tercio de los asesores es consciente del interés real de los clientes por la

sostenibilidad: el 33% de los asesores cree que más de la mitad de los clientes respondería positivamente a la posibilidad de incluir criterios de sostenibilidad en la gestión sus inversiones.

■ ¿Cuál es la probabilidad de que a partir de ahora pregunte por productos de inversión sostenibles?



■ Porcentaje agregado de respuestas "muy probable" y "bastante probable"

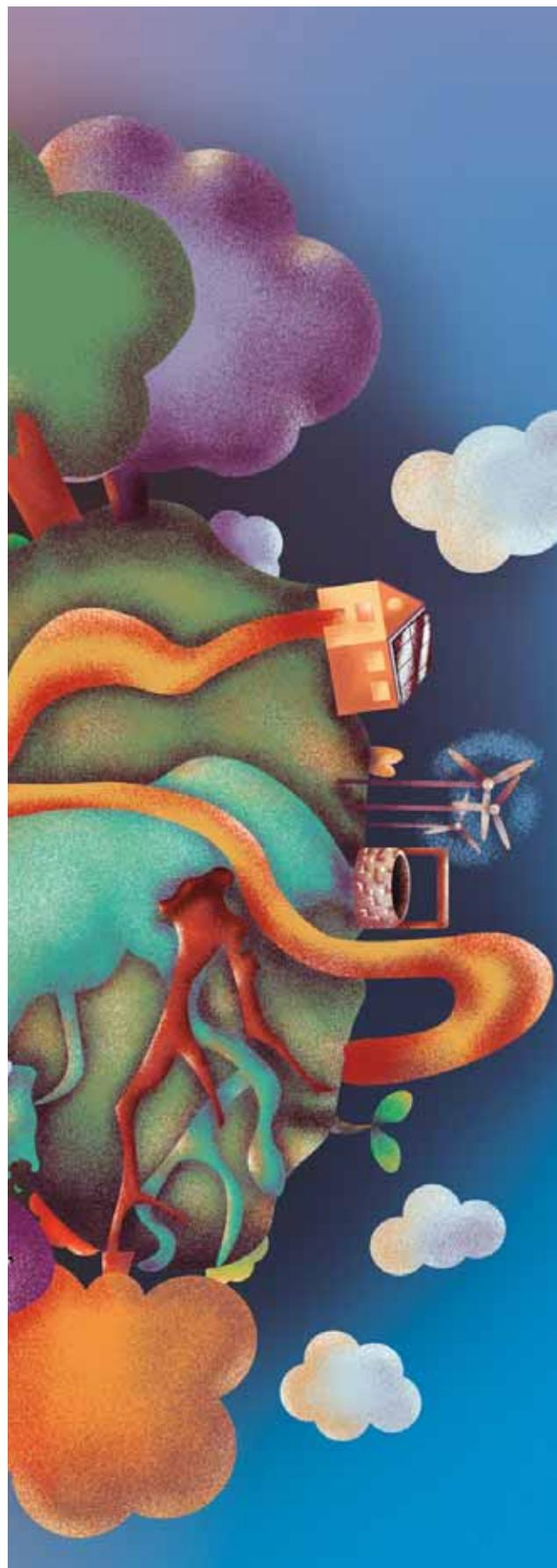
Conclusión

Los resultados de la encuesta ponen claramente de manifiesto el interés de los inversores hacia la sostenibilidad. A pesar de que solo un 50% de los encuestados está familiarizado con las inversiones sostenibles, **casi el 90% afirma que desearían que en la gestión de su patrimonio se incorporasen criterios sostenibles.**

Esta declaración confirma la mayor sensibilidad de los inversores hacia cuestiones vinculadas con la sostenibilidad que se observa desde hace años. **Las entidades deberán configurar una gama de productos suficiente que satisfaga la creciente demanda de los inversores por productos sostenibles.** Y es que los resultados de la encuesta señalan, por un lado, que la gama de productos sostenibles que ofrecen las entidades no es suficiente y, por otro, que la comercialización de la misma no se está desarrollando de manera adecuada. Recordemos que solo un 16% de los encuestados declaraban que su entidad les ha ofrecido en alguna ocasión productos sostenibles.

Por último, en esta transición hacia una industria donde los productos sostenibles irán ganando cada vez más protagonismo, es fundamental el papel del asesor. A pesar de que el 90% de los asesores sostienen estar familiarizados con la inversión sostenible, la percepción que tienen sobre las preferencias del cliente en esta materia parece no ser adecuada. Sólo uno de cada tres asesores cree que al menos la mitad de sus clientes mostraría cierto interés por la inversión sostenible, mientras que este porcentaje se eleva hasta el 90% cuando se pregunta directamente a los inversores.

Por este motivo, **parece clave la necesidad de reforzar la formación y comunicación en materia de sostenibilidad,** ya que nos encontramos ante un área de conocimiento que está en pleno desarrollo, donde el grado de heterogeneidad en la nomenclatura utilizada es aún elevado, y la comprensión de las estrategias aplicadas resulta en ocasiones compleja. El papel de la formación en el asesoramiento financiero es fundamental, desde el punto de vista del asesor, pero también del inversor, quien debe ser capaz de identificar sus objetivos de inversión y su posicionamiento en materia de sostenibilidad.





Sostenibilidad: paso a paso hacia una transformación sostenible

Mensaje a los CEOs de las entidades financieras: la sostenibilidad como estrategia de negocio

Creemos o no en el análisis de los factores extrafinancieros (ASG) como herramienta de gestión y control de riesgos, tengamos una mayor o menor sensibilidad respecto a los temas ambientales o sociales, cualquier directivo de una entidad financiera debe ser consciente de que la sostenibilidad va a jugar un papel fundamental en su estrategia de negocio a futuro.

Esta afirmación trasciende a nuestras fronteras, y es que la Unión Europea se ha propuesto que la sostenibilidad sea uno de los pilares que guíe su actuación política, social y económica a futuro, identificando en este ámbito la oportunidad de recuperar el peso geoestratégico perdido en los últimos años a favor de otros bloques como EE. UU. y China.

Así, las medidas puestas en marcha en los últimos años desde el plano político, legislativo y económico van a tener un impacto claro en la actividad de cualquier entidad financiera.

Liderazgo europeo en la transición sostenible

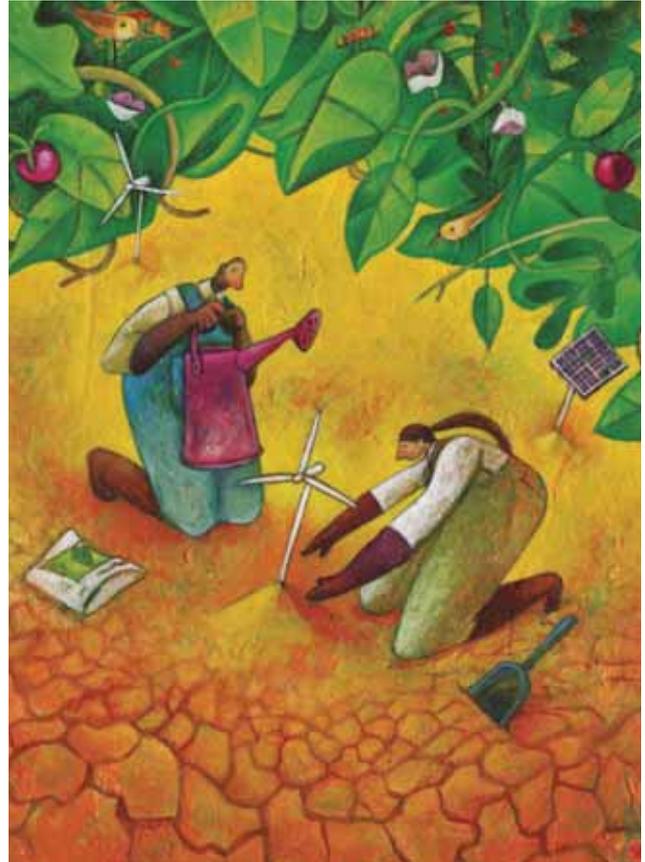


Fuente: Afi, AllianzGI, finReg360

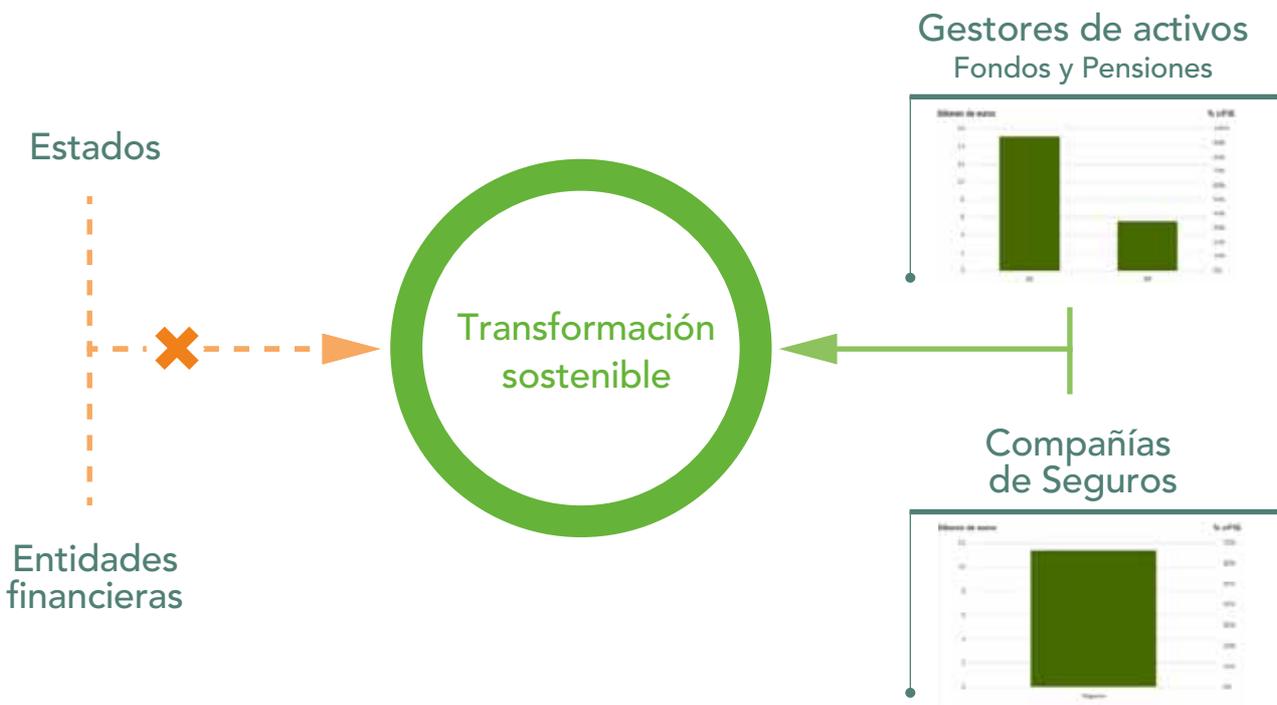
El sector financiero, protagonista de la Transición Sostenible

Podríamos afirmar que, quizás por primera vez, existe un pleno consenso en el seno de la Comisión Europea (CE) para propiciar una transición sostenible que evolucione el actual modelo económico de Europa. Esta transición va a requerir de importantes esfuerzos a nivel de inversión, difíciles de afrontar para una economía como la europea lastrada por las recientes crisis. Junto a esta situación convive la menor capacidad de los que deberían ser financiadores tradicionales de esta transición, las entidades financieras, que debido a las exigencias de capital y condicionantes normativos han visto minorada su capacidad financiera en los últimos años. Consciente de estas limitaciones, la Comisión se ha visto obligada a buscar nuevos agentes con capacidad de inversión, y para ello ha acudido a los mercados de capitales.

Y es que gran parte del ahorro a nivel internacional está gestionado por dos tipos de entidades, los gestores de activos (*asset managers*) y los gestores de balance (*asset owners*), que acumulan grandes volúmenes de recursos a nivel global: el patrimonio gestionado por estos agentes a nivel internacional alcanza casi el 200% del PIB mundial.



Nuevos inversores para una transformación sostenible



Fuente: Inverco, con datos de OCDE e IIFA (2018)

Pero la movilización de todo este ahorro hacia causas sostenibles es compleja y depende de la voluntad de los propios participantes del mercado. No obstante, Europa tiene una de las herramientas más poderosas para condicionar la actuación de estos agentes, la regulación financiera, a través del ya comentado Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea, toda una “tela de araña” legislativa que tiene como objetivo condicionar a las entidades financieras en su actividad y sesgar de forma definitiva su asignación de capitales hacia una economía sostenible.

De este Plan no solo sorprende su magnitud y alcance, también la velocidad en su aplicación, a lo que ayuda la elección del formato Reglamento (no exige transposición) en lugar de Directiva. **Las previsiones indican que el Plan desplegará la mayoría de sus efectos en 2021 y 2022, por lo que apenas tenemos precedentes europeos de un desarrollo integral de este calado con semejante velocidad de aplicación.**

Sostenibilidad como eje estratégico: más allá de la normativa, un nuevo modelo de negocio

La presión regulatoria va a obligar a todas las entidades financieras a adoptar criterios de sostenibilidad en gran parte de sus ámbitos de actuación. Dicho esto, nos equivocáramos al pensar que una transformación sostenible es tan solo un *check* normativo. **La sostenibilidad tiene múltiples implicaciones más allá de la normativa, es un nuevo marco de actuación que impacta de una u otra forma en la práctica totalidad del negocio.**

Los primeros impactos serán puestos de manifiesto por los propios stakeholders. Y es que los aspectos relativos a la sostenibilidad son cada vez más tenidos en cuenta por el conjunto de agentes que participan en el ecosistema de una entidad financiera.

■ Sostenibilidad y Stakeholders



■ Fuente: Afi, AllianzGI, finReg360



En el ámbito de la gestión de inversiones es donde estamos viendo un mayor avance en este sentido, una mayor sensibilidad y exigencias de transparencia:

- **Inversor institucional:** fruto de su responsabilidad fiduciaria, cada vez son más los inversores institucionales (gestoras de activos, aseguradoras, fundaciones, etc.) que posicionan claramente la sostenibilidad como pilar de su proceso de toma de decisiones de inversión, a través de la integración de factores extrafinancieros que complementan el análisis financiero tradicional, la demanda de transparencia de las empresas en las que invierten o la necesidad de mantener con ellas un diálogo activo y una estrategia de voto clara en los ámbitos de sostenibilidad.
- **Clientes:** pero también es mayor la sensibilidad de los clientes respecto a la sostenibilidad, y ya no solo desde un punto de vista de demanda de producto, sino también del posicionamiento de la entidad en relación con esta. Este último punto será sin duda el más exigente, y es que puede que la elección por parte de los clientes de trabajar con una entidad financiera u otra a futuro no dependa tanto de la gama de productos, sino del tratamiento concreto respecto a diversos temas relacionados con la sostenibilidad.

La conjunción de todos estos factores supone sin duda un impacto claro en la estrategia de las entidades financieras que, de una u otra forma, con mayor o menor intensidad e incluso convicción, deberán incluir la sostenibilidad en su reflexión estratégica a partir de ahora, siendo la presión tan intensa que podríamos afirmar que la inacción en este ámbito puede suponer un riesgo para el modelo de negocio de cualquier entidad.

Hacia una transformación sostenible

Teniendo claro la necesidad de ponernos manos a la obra respecto a la integración de la sostenibilidad en nuestra entidad, debemos advertir que este no es un proceso sencillo, por tres motivos principalmente:

- **Transversalidad y especialización:** los impactos de la sostenibilidad son variados y de gran calado en muchas de las actividades de una entidad financiera (inversiones, riesgos, normativa, producto, etc.), por lo tanto, es un proceso transversal, en el que todas las áreas tendrán alguna responsabilidad o función a asumir, partiendo de la responsabilidad máxima del propio Consejo de Administración. Además, muchas de las necesidades en este ámbito tienen un componente de gran especialización, incluso en ámbitos poco conocidos para el mundo financiero como lo son los aspectos medioambientales o sociales, por lo que necesitaremos de una intensa formación al respecto.
- **Dinamismo:** una de las características claves de la sostenibilidad es su carácter incipiente, pues es un ámbito que todavía no está maduro y en el que la normativa y la propia autorregulación continúan desarrollándose a gran velocidad. Así, cualquier aproximación a la sostenibilidad debe ser lo suficientemente flexible como para permitirnos desplegar una elevada capacidad de adaptación.
- **Reto de conocimiento:** la integración, gestión y seguimiento de la información extrafinanciera requiere de unos conocimientos y especialización a veces más ligados a la ingeniería que a la economía. Por ello nuestro foco de conocimiento va a tener que evolucionar y expandirse, integrando algunos conceptos y métricas absolutamente ajenas hasta ahora en esta industria.

Así, es especialmente relevante ser conscientes de que esta transformación requiere de una correcta planificación e implicación de toda la estructura de la entidad.

■ Puntos clave en la transformación sostenible



■ Fuente: Afi, AllianzGI, finReg360

Ideario de Sostenibilidad

La Sostenibilidad va a ser un pilar fundamental de la estrategia de las entidades financieras de aquí en adelante. Conscientes de que todas las decisiones en este ámbito tendrán una repercusión interna y externa, deberán ser meditadas y analizadas desde un punto de vista global.

Esta reflexión cobra mayor relevancia si hablamos de un grupo financiero en el que las decisiones tomadas en las distintas sociedades o áreas deberán estar correcta-

mente consensuadas y coordinadas a nivel grupo. Podría darse el caso de que un grupo financiero que cuenta con una gestora de activos y una entidad de seguros incurriese en un elevado riesgo reputacional por tener criterios de sostenibilidad distintos entre sus entidades. Imaginemos en este caso que la gestora de activos tomara la decisión de excluir de su cartera de inversión a una compañía por pertenecer a un determinado sector o industria. Pues bien, esa misma compañía podría ser un cliente importante en el ámbito de su actividad de seguros, lo que conduciría a una situación muy incómoda en la relación con esa compañía a nivel grupo.



Es por tanto fundamental que la estrategia de sostenibilidad se aborde con una visión holística, ahondando en aquellas variables más relevantes desde el ámbito decisional:

- Elección del **sesgo sostenible** de la compañía: más vinculado al medioambiente, o al social, o una aproximación integral.
- Gestión de la sostenibilidad desde una motivación de **control de riesgos** (*risk management*) o desde un convencimiento ético o moral.
- Elevada **señalización sostenible** o perfil bajo.

Para poder avanzar en la transformación sostenible, es importante que la organización invierta tiempo en reflexionar acerca de cada uno de los hitos a abordar, al objeto de que haya una coherencia en todas y cada una de las decisiones, así como entre las distintas entidades en caso de un grupo. Debemos ser conscientes de que todas y cada una de las decisiones que tomemos en este proceso, marcarán la definición del Ideario de Sostenibilidad de la entidad.

Paso a paso hacia una transformación sostenible

A. Integración de Riesgos ASG

La integración de los riesgos extrafinancieros en la toma de decisiones de inversión es una de las primeras decisiones a adoptar, tanto por su complejidad como por su incidencia en el resto de hitos del proyecto.

Esta integración puede perseguir diversas motivaciones, acordes con el ideario de sostenibilidad de la entidad. Entre ellas: conseguir una mejor gestión de los riesgos a través de un mejor y mayor control de los mismos, dar respuesta a una base inversora con una mayor sensibilidad hacia cuestiones sostenibles, o bien desde un punto de vista de estrategia para posicionarse frente a sus competidores.

Pero sin duda, como ya hemos anticipado, una de las motivaciones más importantes y apremiantes es la obligada aplicación a partir del próximo año del

Reglamento de Divulgación, que exigirá a todos los gestores y comercializadores de productos de inversión la elaboración de un procedimiento de gestión y *reporting* de riesgos ASG.

La implementación de un proceso de integración ASG es sin duda una de las labores más complejas, que más trabajo requieren y, sobre todo, que mayor impacto tiene en el proceso de transformación de un modelo de inversión tradicional hacia uno que contemple las variables de sostenibilidad.

Proveedores y metodología ASG

La primera decisión a tomar en este proceso es cómo acceder a los datos ASG, y es aquí donde encontramos el primer reto para los gestores, al enfrentarse a la obtención y tratamiento de unos datos que, en gran medida, son totalmente ajenos al ámbito económico/financiero y no siempre se divulgan por parte de las empresas. La buena noticia es que en los últimos años la cantidad y calidad de datos y proveedores ASG han aumentado de forma muy relevante, por lo que hoy tenemos toda una oferta de servicios disponibles en este ámbito.

A la hora de abordar la búsqueda y/o generación de la información ASG debemos tener en cuenta cómo vamos a utilizarla:

- 1. Utilización de un Rating externo:** probablemente la forma más sencilla de abordar una integración ASG, fundamentada en la fiabilidad de un *rating*, ya sea global (1 solo rating ASG) o por pilares (3 ratings: A-S-G), provisto por un proveedor de datos adecuado.
- 2. Elaboración de un Rating propio:** a través de la captura de datos brutos extrafinancieros. Sin duda la opción más pura pero también la más compleja, y costosa a nivel de recursos. En este caso, la entidad deberá seleccionar los datos más relevantes para conformar cada uno de los pilares ASG, trabajándolos de forma que generen señales comparables y utilizables en la toma de decisiones de inversión y alimentándolos de manera sistemática.





■ Posibilidades para llegar a un *Rating* ASG

Rating 100% externo



Rating mixto



Metodología propia



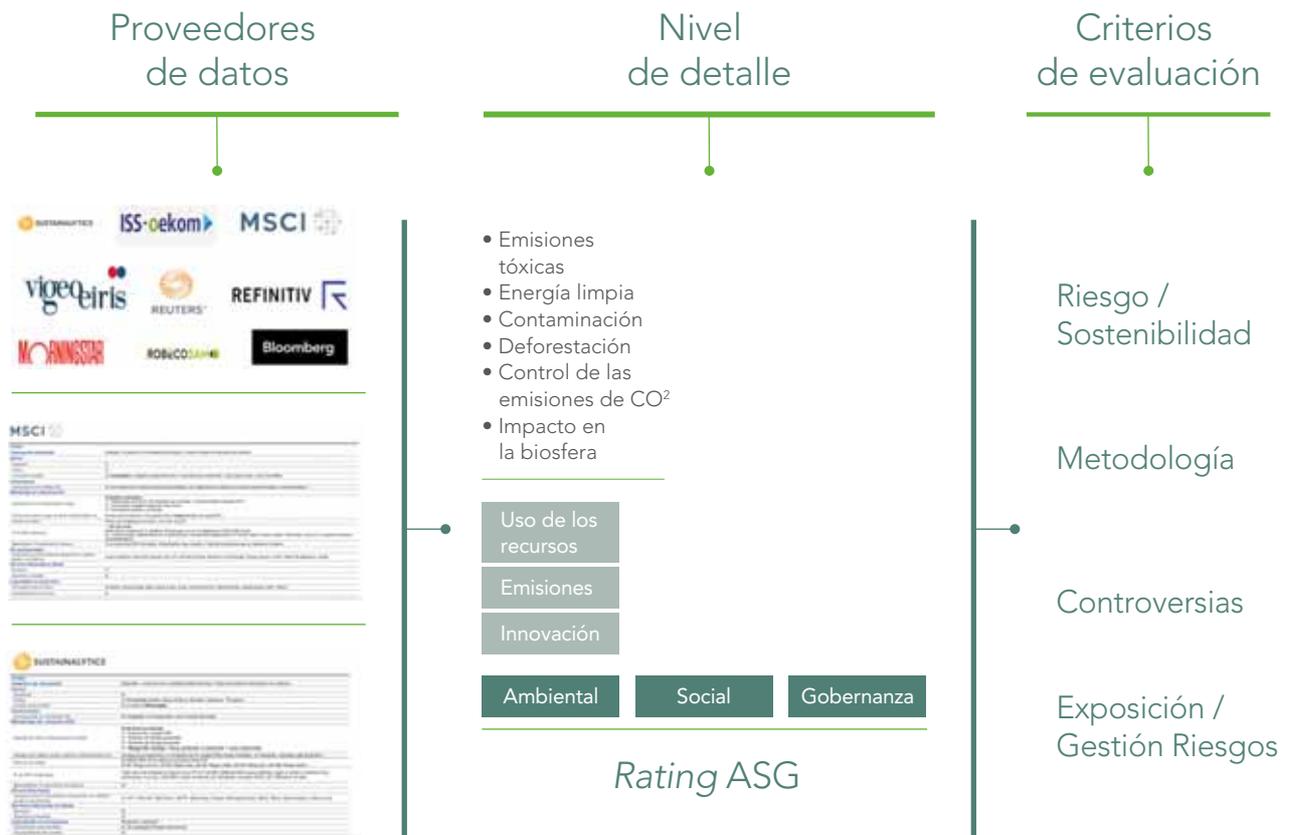
■ Fuente: Afi, AllianzGI, finReg360

El crecimiento de la inversión sostenible ha desencadenado un auténtico *boom* en el sector de proveedores de datos ASG durante los últimos años, de ahí que la selección de uno a varios de ellos sea una tarea en la que hay que involucrarse para conocer en profundidad las metodologías, sesgos, coberturas y conjunto de servicios que ofrecen los distintos proveedores. Entre las diversas variables a analizar, destacaríamos:

1. **Cobertura de datos:** universo de inversión de activos cubierto por datos ASG y fuentes de datos utilizadas por el proveedor.
2. **Metodología:** esto es, el proceso a través del cual se consigue una evaluación ASG del activo en cuestión. Dentro de la metodología, es importante analizar las siguientes cuestiones:

- **Materialidad:** si el *rating* se realiza desde un punto de vista de riesgos ASG o en base al posicionamiento sostenible de la compañía, y si se aplica materialidad a nivel de dato bruto o pilar.
 - **Gestión del riesgo:** si la valoración se hace desde un punto de vista de riesgos, la valoración incorporará, no solo la exposición al riesgo que tiene, sino también si la compañía lo está gestionando de manera adecuada o no.
3. **Controversias:** si incluyen o no el análisis y gestión de controversias, y la frecuencia en la actualización de la información.
 4. **Servicios adicionales:** listas de exclusiones, acceso (plataformas, navegabilidad, licencias, etc.), *research*, o atención al cliente.

■ Criterios a valorar en la selección de un proveedor de Rating



■ Fuente: Afi, AllianzGI, finReg360

Debemos ser conscientes de que, pese al salto de calidad dado por estos proveedores en los últimos años, todavía nos encontramos en una industria poco madura. Un ejemplo de ello es la heterogeneidad del *rating* ASG entre los diversos proveedores. Como

muestran diversos análisis, la correlación entre ellos es muy baja si la comparamos con las de las principales agencias de *rating* de calidad crediticia. En la tabla siguiente se puede observar que, en la mayoría de casos, la correlación apenas supera el 0,50.

■ Correlación entre *Ratings* ASG

Correlaciones entre *rating* ASG, tanto a nivel agregado (ASG), como para cada uno de los tres criterios: Ambientales (A), Sociales (S) y de Gobernanza (G). Se utilizan los *ratings* de Sustainalytics (SA); RobecoSAM (RS); Vigeo Eiris (VI); Asset4 (A4); KLD (KL); y MSCI (MS).

	KL SA	KL VI	KL RS	KL A4	KL MS	SA VI	SA RS	SA A4	SA MS	VI RS	VI A4	VI MS	RS A4	RS MS	A4 MS	Average
ASG	0,53	0,49	0,44	0,42	0,53	0,71	0,67	0,97	0,46	0,7	0,69	0,42	0,62	0,38	0,38	0,54
A	0,59	0,55	0,54	0,54	0,37	0,68	0,66	0,64	0,37	0,73	0,66	0,35	0,7	0,29	0,23	0,53
S	0,31	0,33	0,21	0,22	0,41	0,58	0,55	0,55	0,27	0,68	0,66	0,66	0,28	0,65	0,26	0,42
G	0,02	0,01	-0,01	-0,05	0,16	0,54	0,51	0,49	0,16	0,76	0,76	0,14	0,79	0,11	0,07	0,30

■ Fuente: Aggregate Confusion: The divergence of ESG Rating – MIT Sloan School of Management

Sin embargo, tal y como hemos comentado con anterioridad, la generación de análisis ASG es uno de los campos que mayor desarrollo está teniendo en los últimos años, y no hay duda de que en un futuro próximo, a medida que las empresas mejoran la publicación de su información no financiera, la correlación anteriormente indicada aumentará hasta niveles mucho más significativos, indicando una mayor profundidad, cobertura y calidad en los datos disponibles.

Proceso de integración ASG

En paralelo a la generación del análisis ASG y la elaboración del *rating* a utilizar, debemos establecer cómo llevar dicho conocimiento hasta la toma de decisiones de inversión, proceso que se plasmará en la política de integración exigida por la normativa. La elaboración de este procedimiento estará muy condicionada por la realidad de la entidad, los recursos

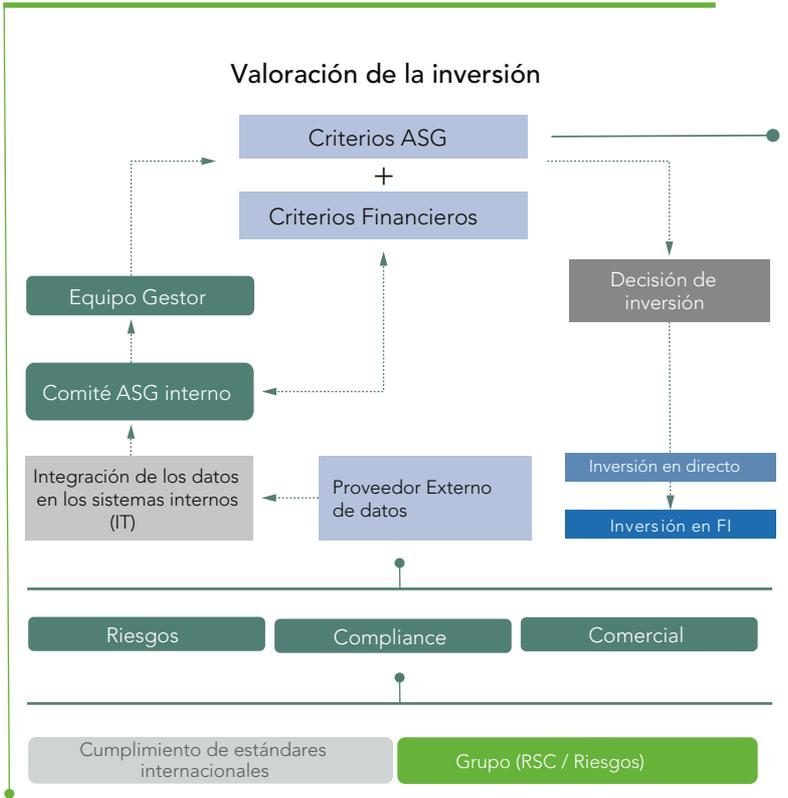
de los que dispone, su organización interna, características de la gama de producto y tipología de activos subyacentes.

Algunos de los aspectos a tener en cuenta para diseñar un proceso de integración son:

1. Establecimiento de las **variables que van a definir el procedimiento**, como el *rating* mínimo por activo, cartera o combinación de ambos; niveles de discrecionalidad, etc.
2. **Análisis del impacto** que la integración ASG tendrá en la gama de producto existente, así como en la gobernanza y estructura de la entidad. Para ello, se deberá llevar a cabo un análisis sobre el % de activos con cobertura, tipos de activos cubiertos, establecer circuitos de toma de decisión y de control (ex - ante, ex - post) sobre las mismas, etc.

Principales decisiones a tomar en un proceso de Integración ASG

Proceso de integración de criterios ASG



Principales decisiones a tomar

A

Integración

- Criterio de integración
 - Mínimos
 - Umbrales
 - % cartera
- Proceso de integración
 - Herramientas
 - Gama de producto

B

Seguimiento

- Sistemas de alertas y control
- Sistemas de *reporting* en comités recurrentes

C

Reporting

- Normativo: folleto / DFI / etc.
- Comercial: fichas, informe mensual, presentación comercial, etc.

Fuente: Afi, AllianzGI, finReg360



B. Políticas ASG

Uno de los aspectos más relevantes de la integración ASG es la multitud de políticas y procedimientos a los que afecta la nueva normativa.

■ Principales políticas afectadas por el Reglamento de Divulgación

Política de integración ASG

Entrada en vigor: 10/03/2021

- Publicar en la página web la Política de integración de los riesgos de sostenibilidad en su proceso de toma de decisiones de inversión o de asesoramiento

Política de remuneraciones

Entrada en vigor: 10/03/2021

- Publicar en la página web la información sobre la coherencia de la política de remuneraciones con las políticas de integración de riesgos de sostenibilidad

Incidencias adversas a nivel entidad

Entrada en vigor: 30/06/2021

- Impacto negativo, relevante o potencialmente relevante, que la decisión de inversión o la recomendación puede causar o contribuir a causar sobre los factores de sostenibilidad de la compañía invertida

Información pre-contractual

Entrada en vigor: 10/03/2021

- Se deberá incluir en la información pre-contractual: (i) la manera en que se integran los riesgos ASG en las decisiones de inversión o en el asesoramiento y (ii) los resultados de la evaluación de las posibles repercusiones de los riesgos ASG en la rentabilidad de los productos
- Si el producto tiene en cuenta las incidencias adversas sobre los factores de sostenibilidad se debe incluir también en las fichas de información pre-contractual del producto: (i) una explicación de si el producto financiero tiene en cuenta las principales incidencias adversas sobre los factores de sostenibilidad y, en su caso, cómo; (ii) una declaración de que la información relativa a las principales incidencias adversas está incluida en los informes periódicos de los productos
- Si no se tienen en cuenta las incidencias adversas: principio de cumplir o explicar

■ Fuente: Afi, AllianzGI, finReg360

El proceso de análisis e integración de los factores ASG descrito anteriormente se enmarcará dentro de una Política de Integración, exigida por la normativa. Destacamos adicionalmente otras dos políticas especialmente relevantes por su impacto tanto en la gestión de inversiones como en el posicionamiento corporativo de una entidad: la Política de Exclusión y la Política de Implicación.

1. Política de Exclusión: debemos advertir que, i) la aplicación o desarrollo de una política de exclusiones no es obligatorio bajo un punto de vista normativo y ii) que la aplicación de exclusiones no es ni mucho menos sencilla; el elaborar un proceso de exclusión racional y con criterio conlleva la adopción de una serie de decisiones complejas (exclusión por sectores/industrias/empresas, exclusión por impacto de esa actividad en PyG, definición de porcentajes, etc.). Además de esto, ya advertíamos del especial impacto que las exclusiones pueden tener a nivel reputacional si no se realizan con rigor y visión global necesarios.

No obstante, hoy en día contamos también en este ámbito con la ayuda de los proveedores de datos e incluso entidades especializadas, que nos aportarán información valiosa para poder llevar a cabo la identificación y seguimiento de las exclusiones.

Diríamos que las dos grandes aproximaciones posibles a las exclusiones serían:

- **Exclusiones basadas en normas internacionales:** de acuerdo con el cumplimiento de normas internacionales tales como: Derechos Humanos, Pacto Mundial de las Naciones Unidas (*Global Compact*), Pacto Mundial para el Empleo, etc.
- **Ético/Moral:** basada en la identificación de sectores, industrias o actividades en las que no se desea participar en base a criterios morales (como armas controvertidas, tabaco, alcohol, energías fósiles, juegos de azar, pornografía, OMG, etc.)



Criterios y Procedimiento para el establecimiento de Exclusiones

Criterios

- 1 Normas internacionales
- 2 Ético / Moral

Procedimiento

- A Establecer el ámbito de aplicación
- B Establecer el criterio de exclusión
- C Implementación de la política de exclusión
- D Control, seguimiento y actualización

Fuente: Afi, Allianz, finReg360

2. **Política de Implicación:** la creciente relevancia de las herramientas de *stewardship* (diálogo activo y voto) como palanca para la movilización y acompañamiento a las empresas hacia un modelo de negocio/actividad más sostenible, es ya un hecho en la industria de gestión de activos. El objetivo es que la presión por parte de los inversores obligue a las empresas a ser conscientes de la importan-

cia de los aspectos sostenibles y la necesidad de establecer un proceso de mejora en este ámbito, entendiendo que las empresas que introducen la sostenibilidad dentro de su estrategia corporativa presentan una gestión más profunda, rigurosa y largoplacista, y por lo tanto, son empresas más seguras en su *performance* financiero a lo largo del tiempo.

Esta motivación se recoge en la Directiva 2017/828 (Implicación a largo plazo de los accionistas), donde se detallan toda una serie de nuevas obligaciones y responsabilidades de importante calado en la relación entre los inversores y las compañías (integración de su implicación como accionista en su política de inversión, seguimiento de las sociedades en las que invierte, desarrollo de diálogos con las sociedades en las que invierte, etc.)

Es obvio que el cumplimiento de todas estas obligaciones implica la movilización de recursos y la creación de nuevas políticas y procedimientos. Obviamente, estas actuaciones pueden ser externalizadas y hoy en día contamos con la ayuda de empresas especializadas que, sin duda, podrán ayudar a las entidades a cumplir con estos nuevos requisitos.

Distintas posibilidades para el ejercicio de dialogo activo y voto



Fuente: Afi, AllianzGI, finReg360

C. Gama de Productos

Este es sin duda uno de los aspectos más relevantes en la estrategia sostenible de cualquier entidad financiera, por cuanto significa de cara a la satisfacción de las necesidades del cliente y al propio señalamiento de la entidad en mercado.

La gestión de la sostenibilidad, desde un punto de vista de producto, se puede abordar desde diferentes objetivos:

1. Binomio rentabilidad-riesgo: esto es, integración de criterios ASG desde un punto de vista de *risk management*. Ya sea por precepto normativo o por convencimiento de una mejor gestión, es una realidad que la integración de factores extrafi-

nancieros va a ser una tendencia *mainstream* en el sector. Como ya hemos señalado, esta aproximación es totalmente aséptica al mayor o menor impacto de la actividad de la compañía sobre la sostenibilidad, por lo que puede darse el caso de que una compañía con una actividad muy nociva para el medioambiente pueda tener una calificación ASG muy elevada.

Esta puede ser la aproximación escogida por aquellas entidades que no quieran adoptar ningún sesgo sostenible en sus inversiones, tan solo seguir invirtiendo como hacían hasta ahora con el complemento del análisis ASG. **Por tanto, la integración ASG no tiene necesariamente impacto alguno en la gama de productos, tan solo garantiza que todos ellos contarán con un análisis adicional extrafinanciero.**

2. Inversiones Sostenibles: o como denomina la normativa, **inversiones con características u objetivos sostenibles.** En este caso, el objetivo de la inversión sí se focaliza, parcial o totalmente, en una evaluación sostenible de la actividad de la compañía. Tal y como se señala en el capítulo 3 sobre normativa, la gestión de productos con características u objetivos exigirá de toda una batería de metodologías y métricas que aseguren que la actividad de las compañías en las que se invierte contribuye de una u otra forma a la consecución de impactos positivos en el ámbito de la sostenibilidad (ambiental o social).

Es evidente que, para cumplir con estos requisitos, nos veremos obligados a modificar nuestra gama de productos, bien mediante la transformación de ya existentes, bien mediante el lanzamiento de nuevos.

Las principales estrategias que podrían contribuir a estas características u objetivos serían las siguientes:

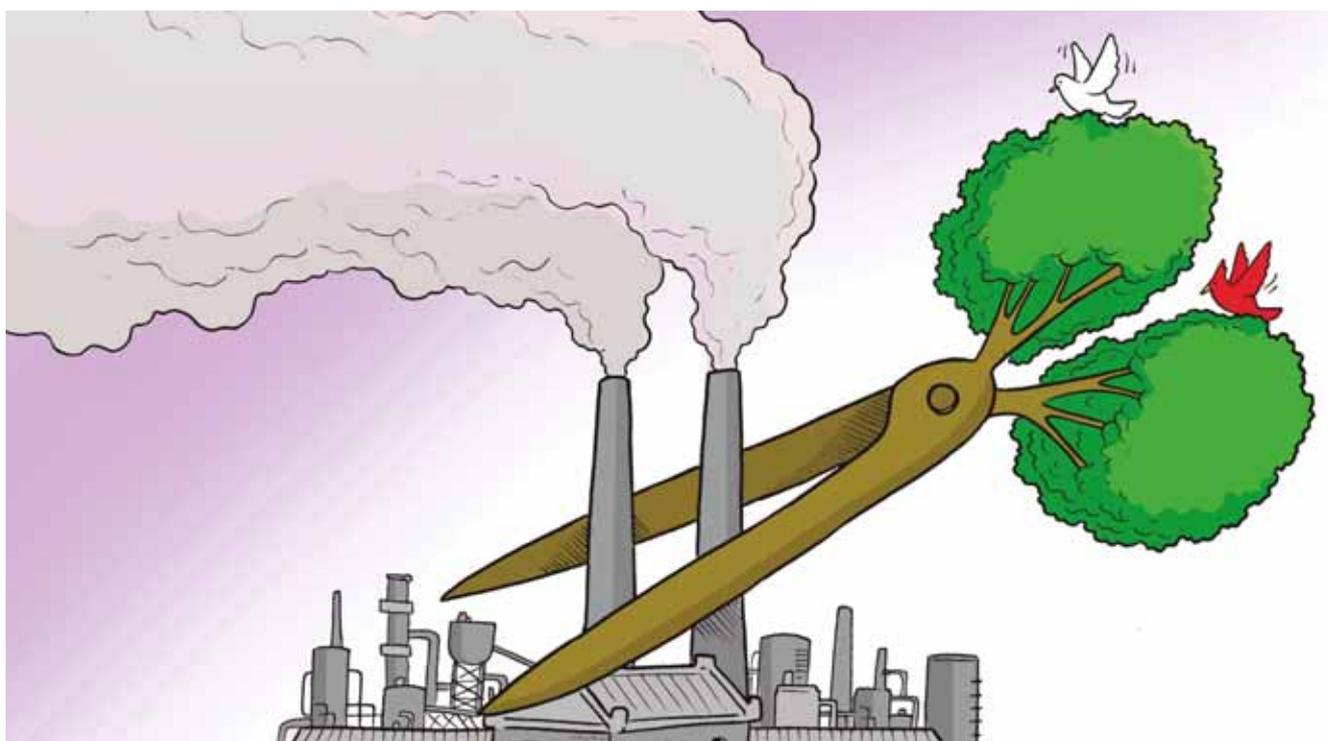
- **Best in class:** demostrando que seleccionamos compañías en base al análisis de los criterios ASG, excluyendo o infraponderando aquellas con una mala calificación.
- **Temática sostenible:** a través de la inversión en sectores o actividades que contribuyan a una mejora de los aspectos ambientales o sociales (por ejemplo, actividades alineadas con el Reglamento de Taxonomía).

- **Impacto:** inversiones orientadas a compañías cuya misión se centre en actividades cuya motivación sea generar un impacto concreto, cuantificable y medible.

También debemos mencionar la herramienta de **Exclusión** como complemento a las anteriores estrategias: siempre y cuando consigamos demostrar que mediante el uso de exclusiones de determinados sectores, actividades o compañías, estamos generando un impacto positivo o ayudando a minorar el impacto negativo (el famoso *Do Not Significant Harm –DNSH*).

Ahora bien, la calificación bajo normativa de producto con características u objetivos no será sencilla, de hecho, las obligaciones de *reporting* en este punto son extremadamente exigentes. En este sentido, la industria se enfrenta a un nuevo reto y es la comprensión, gestión y divulgación de nuevas métricas a menudo ajenas al análisis económico y financiero tradicional. Así, **para demostrar la idoneidad de estos productos se deberá recurrir a toda una serie de métricas medioambientales y sociales (KPIs) que demuestren el impacto positivo de estas inversiones.**

Debemos advertir que la elección de una u otra tipología de gama puede venir también condicionada por la propia normativa. Y es que la modificación del Reglamento Delegado de MiFID e IDD supondrá, bajo nuestro punto de vista, un gran impacto en la gama de productos a ofrecer en los formatos de asesoramiento y gestión discrecional de carteras.



Esta nueva normativa supondrá un hito en la evaluación de la idoneidad de los clientes ya que, por primera vez, será obligatorio preguntar por sus preferencias en cuanto a la sostenibilidad. Así, si unimos la obligación de empezar a preguntar a los clientes por esta cuestión a la sensibilidad creciente de la sociedad por estos aspectos, seguramente tendremos como resultado un porcentaje muy elevado de clientes que mostrarán algún tipo de preferencia de sostenibilidad para sus inversiones (como hemos visto en el capítulo anterior).

Y este es precisamente el impacto al que aludimos, puesto que si un cliente tiene preferencias en este ámbito, deberemos ser capaces de satisfacer esas preferencias con algún producto sostenible, esto es, que cumpla con la definición normativa de producto con características u objetivos sostenibles y, en el caso de producto con características, que cumpla adicionalmente con los requisitos normativos exigidos según MiFID.

Todavía no tenemos los detalles técnicos sobre cómo se materializarán finalmente estas cuestiones y las obligaciones aparejadas a una respuesta en uno u otro sentido, pero sin duda **marcará un antes y un después en los productos sostenibles, que pasarán de ser una categoría nicho a ser una parte determinante de la gama en la práctica totalidad de las entidades financieras.**

D. Gobernanza sostenible

Estructura organizativa

Ya somos conscientes de la transversalidad que exige la transformación sostenible y sus diversos impactos. **Es fundamental por tanto dotar a la organización de un sistema de gobernanza eficaz, pero también rea-**

lista y adaptado a sus circunstancias y recursos, que sea capaz de decidir, ejecutar y seguir la estrategia de sostenibilidad. En este proceso no se busca que la sostenibilidad cambie el ADN ni la forma de trabajar de la entidad, todo lo contrario, el objetivo es ir integrando la sostenibilidad de forma natural en el día a día de la compañía.

Así, parte del éxito de esta transformación será el modelo de gobernanza de la misma, intentando llegar a un equilibrio entre la integración de las funciones y responsabilidades en el organigrama y estructura actual de la entidad, y el impulso o dinamización de este proceso, que requerirá, al menos de inicio, una dedicación de recursos expresa a este ámbito.

Para ello, se deberá establecer un modelo de gobernanza que asegure la correcta implementación de la transformación y verifique un adecuado desarrollo a futuro. Un ejemplo podría ser el establecimiento de los siguientes niveles de gobernanza:

- 1. Comité de Sostenibilidad:** órgano encargado de liderar el proceso de transformación y tomar las decisiones de alto nivel, que impliquen cuestiones de posicionamiento o dotación de recursos.
- 2. Grupo de trabajo:** órgano encargado en una primera fase de la dinamización, ejecución y seguimiento del proceso de transformación.
- 3. Áreas:** son las propias áreas las que en uno u otro momento deben asumir la responsabilidad en los temas relativos a la sostenibilidad y adquirir los conocimientos y experiencia necesarios para poder asumir estas nuevas funciones de una forma efectiva.

■ Ejemplo de esquema gobernanza de la sostenibilidad



■ Fuente: Afi, AllianzGI, finReg360

Formación

La integración de la sostenibilidad en el ámbito financiero es sin duda todo un reto organizativo, pero también intelectual. Para ello es necesario dotar a la estructura de la entidad de los medios y conocimientos necesarios para poder desarrollar este proceso con garantía de éxito.

Una de las principales desventajas de la sostenibilidad para esta industria es su propia naturaleza, más vinculada a aspectos científicos o sociales, tradicionalmente alejados de la economía y las finanzas. **Debemos ser conscientes por tanto de la necesidad de formarnos en ámbitos muy diferentes a los que estamos acostumbrados y que sin duda requerirán de un esfuerzo extra por parte de los equipos.**

En el mercado hay cada vez más oferta formativa en este ámbito, que combina de forma adecuada los conocimientos más técnicos con las aplicaciones en materia de inversión.

E. Gobernanza sostenible

Certificaciones y memberships

La incorporación - casi siempre autodidacta- de variables sostenibles a la gestión de activos a largo de las dos últimas décadas ha estimulado la colaboración en la industria, dando lugar a una gran autorregulación así como a un nivel de activismo colectivo muy relevante, materializado en la creación y desarrollo de todo tipo de certificaciones, asociaciones, grupos de presión, membresías, etiquetas y organizaciones vinculadas con la sostenibilidad, con una gran variedad de objetivos y características.

La decisión de adherirse a cualquiera de estas iniciativas va más allá de una simple señalización, o posicionamiento de marca. Este proceso requiere de una correcta reflexión que permita cerciorarnos de que la elección es acorde, está alineada con el Ideario de Sostenibilidad de la entidad, y cuenta con una correcta asignación de recursos.

De hecho, debemos ser conscientes de que uno de los principales errores en los que incurrir multitud de entidades es la adhesión a iniciativas que no representan correctamente a la organización o para las que la misma no está todavía preparada. Así, insistimos en la necesidad de realizar un aná-

lisis exhaustivo que valore de manera adecuada la alineación con el posicionamiento en materia de Sostenibilidad de la entidad, así como la preparación de ésta para solventar con buena nota las obligaciones de *reporting*, que año tras año son más exigentes.

Destacamos dos tipos de iniciativas en este ámbito:

1. **Certificaciones:** suelen implicar la realización de una evaluación sostenible a la entidad, por lo que requiere de la verificación de procedimientos, recursos, etc. Podemos encontrar certificaciones más vinculadas al ámbito de las inversiones (ej. Principios de Inversión Responsable de Naciones Unidas –UNPRI-, transparencia de Eurosif), pero también las enfocadas en el ámbito empresarial (ej. Ecovadis).
2. **Memberships:** Supone la adhesión a iniciativas u organizaciones promovidas para fines concretos, no se trata de ninguna valoración por parte de un tercero, tan solo la pertenencia a un grupo con unos intereses comunes y capacidad de presión e influencia (ej. Climate Action 100+).



■ Ejemplo de diversas certificaciones y membresías



■ Fuente: Afi, AllianzGI, finReg360

Por último, es conveniente hacer en este punto una mención a las etiquetas o *labels*. El desarrollo de producto sostenible en estas dos últimas décadas ha estado más sujeto a las preferencias en sostenibilidad de los distintos inversores institucionales, verdaderos pioneros y motores de la inversión sostenible, que a la existencia de una verdadera “práctica de mercado” homogénea y regulada. En varios países europeos se han ido creando “etiquetas” para caracterizar y señalar la sostenibilidad de los productos de inversión, a menudo con requisitos de exclusiones, procesos y *reporting* alineados con las preferencias sostenibles “locales”, y por lo tanto dispares entre sí. Esto ha originado una gran contradicción en el mercado europeo de distribución de fondos de inversión, el cual echa en falta un verdadero pasaporte europeo en materia de sostenibilidad para vehículos – UCITS- que lo ostenten por regulación.

En este sentido, el despliegue normativo del Plan de Acción Europeo detallado en esta guía persi-

que conseguir cierto nivel de homogeneización en el desarrollo de la inversión sostenible así como la generación de alguna etiqueta, como por ejemplo la *EU ecolabel*, que ayudará a la señalización de algunos productos en el mercado.

En todo caso debemos destacar que los procesos de inversión sostenible son a veces demasiado amplios y complejos para ser recogidos de manera adecuada y representativa en una etiqueta. Pensemos, por ejemplo, en la labor del *engagement* que algunos gestores llevan a cabo en las empresas en las que invierten, y la cual no puede ser reflejada bajo una etiqueta o certificación de carácter estático.

Por tanto, aunque los *labels* arrojen en muchos casos una información valiosa, debemos obligarnos a ir más allá y analizar en profundidad la construcción y los procesos de inversión de las carteras sostenibles, evitando así la tentación de juzgar “a simple vista”.

Eco-etiqueta UE



Criterios de la eco-etiqueta de la UE

El informe técnico en el que se desarrollan los criterios de cómo debe ser la etiqueta ecológica de la UE propone la definición de las siguientes áreas:

- Composición de la cartera, en particular en términos de actividades económicas ecológicas (según la definición de la Taxonomía de la UE)
- Exclusiones basadas en aspectos ambientales
- Exclusiones basadas en aspectos sociales y prácticas de gobernanza empresarial
- Compromiso o *engagement*
- Información para los inversores minoristas
- Información que debe aparecer en la etiqueta ecológica de la UE.

Fuente: Afi, Allianz, finReg360



Hacia un posicionamiento global en Sostenibilidad

A lo largo de este capítulo hemos intentado enumerar todas y cada una de las principales decisiones que cualquier entidad deberá considerar en su transformación sostenible. Transformación que a día de hoy no es ya una opción, sino una obligación, tanto por las innumerables exigencias normativas, como por el propio devenir de la industria y la sociedad.

La incorporación de criterios de sostenibilidad en el sector financiero supone un cambio estructural que, sin duda, altera la estrategia y posicionamiento de

cualquier entidad. Como tal, no podemos pensar que ese objetivo se puede conseguir en el corto plazo o sin esfuerzos e inversión. Además se trata de una tendencia en pleno proceso evolutivo, lo que exige el diseño de una estrategia flexible y adaptada al desarrollo continuo que está experimentando el mercado en este ámbito.

Esperamos que después de la lectura de esta guía haya llegado a la conclusión de lo necesario que es, sin mayor dilación, movilizar los recursos necesarios en su entidad para abordar cuanto antes esta transformación o dinamizar su consolidación. Si no es así, puede que ya sea demasiado tarde.

Resumen de las actuaciones a seguir para lograr una Transformación Sostenible



Fuente: Afi, AllianzGI, finReg360



Bibliografía

Sostenibilidad y gestión de Activos: Guía Práctica

Plan de Acción de la Comisión Europea sobre Finanzas Sostenibles

Aggregate Confusion: The divergence of ESG *Rating* – MIT Sloan School of Management

MSCI, ESG Indexes

Agenda 2030: Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas

Conferencia de las Partes, París – COP21

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

Joint Consultation Paper of the European Supervisory Authorities on ESG disclosures – Draft regulatory technical standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a, Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088

Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088

Propuesta de Reglamento Delegado por el que se modifica el Reglamento Delegado (EU) 2017/565 en lo que respecta a la integración de factores, riesgos y preferencias de sostenibilidad en los requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión

Propuesta de Directiva Delegada por la que se modifica la Directiva Delegada (EU) 2017/593 en lo que respecta a la integración de factores y riesgos de sostenibilidad en las obligaciones de gobernanza de productos

Propuesta de Reglamento Delegado por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2017/2359 en lo que respecta a las preferencias medioambientales, sociales y de gobernanza en la distribución de productos de inversión basados en seguros

La inversión sostenible y responsable en España - Estudio Spainsif 2019

Esta Guía ha sido elaborada con la colaboración de: Claudia Antuña, Pablo Aumente, David Anglés, Jesús Ruiz de las Peñas, Maite Álvarez y Beatriz Benítez.

Índice de ilustraciones



El concurso internacional de ilustración “Art On Climate” fue convocado en 2019 por Allianz Global Investors en España, con el objetivo de crear conciencia sobre la importancia del cambio climático y la necesidad de encontrar soluciones que puedan contribuir a alcanzar un futuro más sostenible. Participaron 446 artistas de 69 países, incluyendo 155 de España, que contribuyeron con 920 obras originales. Puede ver una selección de algunos de los mejores trabajos en la galería online www.artonclimate.com.



Ana Barrado
Portada



Carmela Tomé
Pags. 4/5



Agustin Gagliano
Pág. 6



Juli Sanchís
Pág. 10



Cristina Godino
Pág. 11



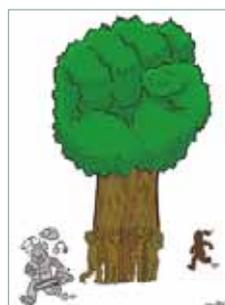
Tania Correa
Pág. 13



Wissam Asaad
Pág. 14



Sebastian Govino
Pág. 16



Gustavo Caballero
Pág. 24



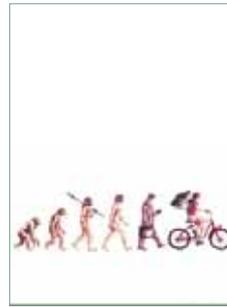
Sara Sánchez
Pág. 33



Aleksandra Herman
Pág. 34



Agnés Garcia
Pág. 39



Nívola Uyá
Pág. 42



Agnés Garcia
Pág. 43



Agnés Garcia
Pág. 47



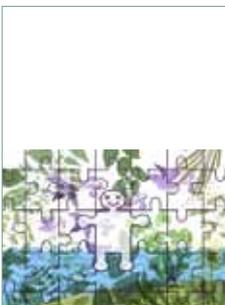
Nikola Ojdanic
Pág. 48



Alex Pelayo
Pág. 50



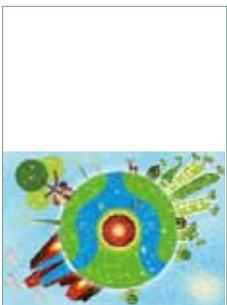
Maria Isabel Sanabria
Pág. 52



Susana Rosique
Pág. 53



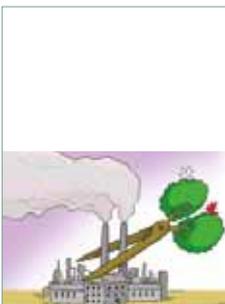
Susana Rosique
Págs. 54/55



Lehior Ojeda
Pág. 58



Dmitry Timofeichev
Pág. 60



Gustavo Caballero
Pág. 62



Wissam Asaad
Pág. 64



Ana Barrado
Pág. 66



David Vela
Pág. 68

Aviso Legal

La lectura de este documento implica la conformidad con este aviso y la aceptación de las siguientes condiciones:

La información contenida en el presente documento (el "Informe") está dirigida exclusivamente a su destinatario, y la puesta a disposición del Informe no implica en modo alguno la cesión de derechos de propiedad intelectual y/o industrial. En consecuencia, queda prohibida la reproducción en cualquier medio y por cualquier soporte, la distribución, la cesión y cualquier otro tipo de utilización del Informe, ya sea en su totalidad o de forma parcial, sin la previa autorización expresa y por escrito de Analistas Financieros Internacionales S.A. ("Afi"), FinancialReg360 (finReg) y de Allianz Global Investors ("AllianzGI").

La información que incluye el Informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables. Si bien se ha tenido un cuidado razonable para que dicha información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. En ningún caso los contenidos del Informe se considerarán asesoramiento económico, financiero, jurídico, ni de ningún otro campo de la actuación profesional de Afi, finReg o AllianzGI; o de empresas relacionadas.

Ni Afi, ni finReg, ni AllianzGI serán responsables frente a terceros en relación a cualquier derecho o reclamación derivada del Informe, incluyendo lo referente a la exactitud e integridad del mismo. En el mismo sentido, ni Afi, ni finReg, ni AllianzGI se responsabilizarán de las decisiones que se puedan adoptar en base a las conclusiones presentadas en el Informe.

© Analistas Financieros Internacionales, S.A. 2020.

Reservados todos los derechos.

