



Septiembre 2024

La sostenibilidad medioambiental y social y el deber fiduciario en el marco de las inversiones responsables: el caso de los fondos de pensiones

Marta de la Cuesta González

Catedrática Economía Aplicada UNED

Pablo Esteban Sánchez

Profesor Asociado Economía Aplicada UNED

Subdirector General en Spainsif

Instituto **santalucía**

Instituto santalucía

Este documento pretende profundizar en los retos que supone la sostenibilidad y en particular los riesgos climáticos para el sector financiero. Nos centraremos en el sector asegurador y de forma especial en la gestión de los fondos de pensiones. Y siempre desde la perspectiva del cumplimiento del deber fiduciario de los profesionales y gestores. Se abordarán aspectos como el análisis de los riesgos climáticos, la doble materialidad financiera y de impacto, en las tres dimensiones de la sostenibilidad (ambiental, social y de gobernanza) así como en las obligaciones de reporte de información de sostenibilidad y los riesgos medioambientales y sociales.

Analizaremos cómo se están gestionando los riesgos físicos y de transición asociados al cambio climático y cómo está evolucionando el mercado de los fondos y activos de inversión sostenible. También veremos cómo esos riesgos climáticos y oportunidades de inversión pueden afectar a la sostenibilidad financiera de las carteras de inversión, la solvencia de las entidades o la valoración de sus activos para cumplir con el deber fiduciario en las inversiones. La normativa y la supervisión al respecto es creciente y compleja por lo que trataremos de sintetizar los aspectos más relevantes, centrándonos, particularmente, en ver cómo afecta a los fondos de pensiones de empleo en lo que respecta a las obligaciones de sostenibilidad.

Índice

1

Introducción: el por qué y para qué de las finanzas sostenibles y su regulación. _____ 4

2

La gestión de la triple sostenibilidad, económica, social y ambiental (ASG). _____ 8

Significado e implicaciones desde el punto de vista del deber fiduciario. _____ 8

La materialidad de los riesgos climáticos y su impacto económico. _____ 12

Metodologías de evaluación de riesgos climáticos en el sector asegurador y de fondos de pensiones. _____ 15

El caso español: la supervisión de la DGSFP de los riesgos climáticos y las obligaciones de divulgación de información de sostenibilidad. _____ 20

3

Estrategias y oportunidades de inversión con criterios de sostenibilidad: valoración de activos y gestión de carteras con criterios ASG. _____ 26

La gestión de activos con criterios ASG en los fondos de pensiones. _____ 26

La rentabilidad/riesgo de la inversión con criterios ASG. _____ 31

4

La regulación específica de las obligaciones de sostenibilidad en los fondos de pensiones. _____ 34

5

Conclusiones. _____ 37

1

Introducción: el por qué y para qué de las finanzas sostenibles y su regulación.

El sector financiero juega un papel clave en el desarrollo económico social y ambiental, condicionando a través de sus operaciones de préstamo, financiación, seguro e inversión el devenir de la sociedad. En esta intermediación y transferencia de fondos que realiza, las diferentes entidades financieras asumen riesgos financieros clásicos como el de liquidez, de solvencia o tipo de interés, pero también otro tipo de riesgos emergentes, ambientales, sociales y de gobernanza (riesgos ASG) que afectan también a la rentabilidad y solvencia de su negocio financiero. El sector toma decisiones sobre el destino del dinero y es quien decide qué se financia o se asegura, en qué condiciones, a qué precio y a qué plazo y a quién. Por tanto, es un sector trascendental a la hora de reorientar flujos de financiación e inversión hacia actividades que contribuyan en mayor medida a abordar los retos medioambientales y sociales actuales y a reducir esos riesgos ASG.

La toma de conciencia de la emergencia climática derivada del calentamiento global del planeta, la crisis financiera internacional de 2008 y la reciente crisis social y económica que provocó la pandemia del Covid-19 han hecho más evidente la necesidad de integrar a nivel global estas consideraciones ambientales, sociales y de gobernanza para construir un modelo de economía más sostenible, robusto y resiliente, a la vez que menos frágil a futuras crisis.

Durante las últimas décadas se han intensificado las iniciativas internacionales para una transición hacia una economía y un desarrollo más sostenible e inclusivo, que recupere el equilibrio entre los sistemas económicos, sociales y ecológicos. Las iniciativas han ido evolucionando desde las recomendaciones, estándares y/o principios de adhesión voluntaria, a directivas y reglamentos que obligan a entidades y empresas de ciertos sectores y/o tamaño a la consideración de los factores ASG.

En este contexto algunas regiones están priorizando e impulsando con políticas públicas el desarrollo de unas finanzas sostenibles con el fin de canalizar adecuadamente la financiación e inversión hacia una economía neutra de emisiones de carbono que permita alcanzar las metas fijadas en el Acuerdo de París para los años 2030 y 2050. Se ha visto que los fondos públicos son insuficientes para hacer frente a estos riesgos y por ello han comenzado a diseñar planes y regulaciones destinados a propiciar esa transición en entidades del sector financiero, empresas y particulares.

Tanto desde el ámbito público como del privado han surgido un buen número de estándares que facilitan la clasificación de las actividades como sostenibles o que permiten determinar en qué condiciones un determinado instrumento financiero cumple los requisitos para considerarse sostenible. Se han creado normas y etiquetas para algunos productos financieros e importantes obligaciones de transparencia para empresas y

gestores de fondos para garantizar su credibilidad. También han surgido iniciativas para facilitar la inversión en proyectos de infraestructura medioambientalmente sostenible como el desarrollo de estándares de bonos verdes.

La apuesta europea política y regulatoria por avanzar en medir, gestionar y reportar adecuadamente las consideraciones y riesgos ASG en las decisiones de financiación e inversión es importante y tiene su máximo exponente en la aprobación del Plan de Acción de Finanzas Sostenibles (PAFS) en 2018, cuya finalidad es reorientar la financiación e inversión hacia proyectos e inversiones sostenibles, resilientes e inclusivos, integrar la sostenibilidad en la gestión de riesgos y fomentar la transparencia y el largoplacismo en la toma de decisiones de financiación e inversión sostenible. Bajo el paraguas del Plan de acción han surgido una serie de normativas que tratan de alinear las políticas públicas y los mercados financieros.

Para garantizar que el proceso sea correcto, transparente y realista, y se haga una transición ordenada, la UE reforzó la ambición de la estrategia de Finanzas sostenibles en julio del 2023 estableciendo medidas adicionales con el fin de ampliar la actual caja de herramientas de financiación sostenible para facilitar el acceso a la financiación de transición, mejorar la inclusión de las pequeñas y medianas empresas (pymes) y de los consumidores, proporcionándoles las herramientas e incentivos adecuados, y fomentar una mayor resiliencia global del sector financiero a los riesgos ASG. Las finanzas sostenibles requieren de instrumentos adecuados que permitan incorporar información ASG en la selección y valoración de los activos, para incorporar correctamente la exposición de las carteras de las entidades financieras a este tipo de riesgos y el nivel de capital y demás garantías necesarias para hacer frente a posibles riesgos financieros derivados de estos.

Tabla 1: **Objetivos y acciones iniciales del plan de finanzas sostenibles de la UE.**

Reorientar los flujos de capital hacia una economía más sostenible.

Acción 1: Elaborar un sistema de clasificación de la UE para las actividades sostenibles.

Acción 2: Crear normas y etiquetas para los productos financieros verdes.

Acción 3: Fomentar la inversión en proyectos sostenibles.

Acción 4: Incorporar la sostenibilidad al ofrecer asesoramiento financiero.

Acción 5: Elaborar parámetros de referencia de sostenibilidad.

Integración de la sostenibilidad en la gestión de riesgos.

Acción 6: Integrar mejor la sostenibilidad en las calificaciones crediticias y los estudios de mercado.

Acción 7: Clarificar las obligaciones de los inversores institucionales y los gestores de activos.

Acción 8: Incorporar la sostenibilidad a los requisitos prudenciales.

Fomentar la transparencia y el largoplacismo.

Acción 9: Reforzar la divulgación de información sobre sostenibilidad y la elaboración de normas contables.

Acción 10: Fomentar un gobierno corporativo sostenible y reducir el cortoplacismo en los mercados de capitales.

Destacamos a continuación tres normativas que a nuestro juicio son las que más impacto están teniendo para los participantes de los mercados financieros:

La Taxonomía medioambiental de la UE (Reglamento 2020/852).

Se puede definir como una **herramienta de clasificación** para ayudar a los inversores a conocer, de manera sencilla y armonizada en toda la UE (y resto de países que quieran adherirse), si aquellos proyectos en que pretenden invertir cumplen, y de qué forma, unos determinados objetivos de política ambiental.

La Taxonomía tiene como aspiración ser un instrumento flexible y dinámico que vaya reflejando las distintas innovaciones científicas y tecnológicas con el objetivo de ayudar a la consecución de los Objetivos del Tratado de París.

Para que un proyecto resulte incluido en la Taxonomía debe cumplir los siguientes **tres requisitos** de manera simultánea:

1. Contribuir de manera significativa al cumplimiento de, al menos, uno de los siguientes seis objetivos medioambientales:
 - a. Mitigación del cambio climático.
 - b. Adaptación al cambio climático.
 - c. Utilización sostenible y protección del agua y los recursos marinos.
 - d. Transición a una economía circular, prevención de residuos y reciclado.
 - e. Prevención y control de la contaminación.
 - f. Protección de ecosistemas saludables.
2. No causar un daño significativo a ninguno de los otros cinco.
3. Respetar unos mínimos de medidas de garantía social, entre las que se encuentran las Directrices de la OCDE para las Empresas Multinacionales y los Principios de las Naciones Unidas sobre Derechos Humanos e, incluyendo expresamente, aquí las medidas de la Organización Mundial del Trabajo.

El Reglamento (UE) 2019/2088, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (SFDR).

Entró en vigor en 2021 y tiene como finalidad reducir las asimetrías de información respecto de la integración de los riesgos de sostenibilidad, el análisis de las incidencias adversas en materia de sostenibilidad, la promoción de las características ambientales o sociales en las inversiones, y de la inversión sostenible con objetivos medioambientales y/o sociales, al requerir de los participantes en los mercados financieros y asesores financieros la divulgación de información precontractual y periódica a nivel de entidad y de producto

financiero cuando actúen como creadores, agentes, distribuidores o asesores de productos financieros para inversores finales.

El SFDR establece obligaciones de divulgación a los participantes de los mercados financieros y asesores financieros sobre cómo integran los riesgos ASG (art. 6 de la SFDR) y cómo tienen en cuenta las principales incidencias adversas (art. 7 de la SFDR) cuando toman en consideración los factores medioambientales, sociales y de gobernanza. Además, establece requerimientos adicionales de información para los productos financieros que promueven características medioambientales o sociales y para los productos financieros que persigan objetivos medioambientales o sociales de inversión sostenible. Si bien, los reguladores y supervisores de otras jurisdicciones como EE.UU. y Reino Unido ya han propuesto etiquetas para las diferentes categorías de productos basadas en estrategias de inversión: transición, impacto, integración de factores ASG, productos con foco en la sostenibilidad... La Comisión Europea (CE) todavía no ha aprobado categorías formales de productos financieros relacionadas con la sostenibilidad y los enfoques y estrategias de la inversión. No obstante, ha elevado recientemente una consulta para la revisión de la SFDR que, entre otras, aborda esta cuestión. El mercado necesita criterios claros y etiquetas para los productos de inversión sostenible, de modo que satisfagan las demandas y perfiles de los inversores.

La Directiva 2022/2464/EU de Información Corporativa de Sostenibilidad (CSRD) .

La Directiva de Información Corporativa de Sostenibilidad (CSRD) de 2022, que sustituye a la Directiva de Información No financiera del 2104 (NFRD), obliga a las empresas financieras y no financieras a reportar información sobre la sostenibilidad y riesgos ASG, ampliando la obligación de divulgación en materia de sostenibilidad a todas las grandes empresas y a todas las empresas cotizadas en mercados regulados (incluyendo a las pymes, pero exceptuando a las microempresas). La CSRD requiere, además, la auditoría (verificación independiente) de la información reportada y que las empresas reporten la información en los formatos digitales adaptados para la lectura y registro en el Punto Europeo de Acceso Único (ESAP) en el que la UE está trabajando. La información de sostenibilidad deberá acomodarse según los Estándares Europeos de Divulgación de Sostenibilidad (ESRS) elaborados por el Grupo Asesor Europeo de Información Financiera (EFRAG). Las empresas que entran en el ámbito de aplicación de la CSRD deben indicar, además, en sus informes anuales, en qué medida sus actividades están cubiertas por la Taxonomía de la UE (elegibilidad para la Taxonomía) y cuál es el porcentaje de alienación de dichas actividades con los criterios taxonómicos. En concreto las empresas tendrán que revelar: la proporción de facturación derivada de las actividades de la Taxonomía y la proporción de sus gastos de capital y de sus gastos operativos alineados con esta.

Junto a estas tres normativas destacaríamos también la puesta en marcha en el segundo semestre de 2022 de la evaluación de sostenibilidad dirigida a conocer e integrar las preferencias de sostenibilidad del inversor minorista en el marco de la directiva europea

que regula la prestación de servicios de inversión (Markets in Financial Instruments Directive II - MIFID II). También debemos resaltar la publicación de las normas supervisoras de ESMA sobre el uso de términos relativos a la sostenibilidad, factores ASG, transición o impacto, en los nombres de los productos financieros que se comercializan en Europa. Y la finalmente aprobada Directiva sobre Diligencia Debida de las Empresas en Materia de Sostenibilidad, el estándar europeo de bonos verdes o la propuesta de reglamento sobre calificaciones ASG.

Pero este tsunami regulatorio no está sucediendo sólo en Europa, sino que ha llegado a otros países como Canadá, EE. UU. o incluso en China continental donde tres de las principales bolsas del país, Pekín, Shanghai y Shenzhen, han introducido sus primeras directrices para la divulgación de información medioambiental, social y de gobernanza (ASG).

2

La triple sostenibilidad, económica, social y ambiental.

Significado e implicaciones desde el punto de vista del deber fiduciario.

Las siglas ASG (ESG en inglés) representan los criterios ambientales, sociales y de gobernanza incluidos en el proceso de toma de decisiones de inversión, aseguramiento y financiación. Estos criterios se concretan tanto en políticas o sistemas de gestión y de debida diligencia, como en procesos y sistemas de medición y seguimiento vía indicadores cualitativos y/o cuantitativos (integración de riesgos no financieros, número de empleados, emisiones de CO₂, etc.) del proyecto, empresa o país en el que se invierte, o que se financia o asegura, relativos a: 1) la incidencia de los riesgos y oportunidades en el valor, estrategia, negocio y operaciones de la empresa, proyecto o país; y 2) a los impactos que tienen sobre el medioambiente, las personas y las comunidades resumidos de forma sintética en los objetivos y metas de la agenda 2030 (ver tabla 2 y tabla 3).

Tabla 2: **Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)**

Objetivos de Desarrollo Sostenible

ODS 1: Fin de la pobreza en todo el mundo.
ODS 2: Poner fin al hambre.
ODS 3: Garantizar una vida sana y promover el bienestar para todos en todas las edades.
ODS 4: Garantizar una educación inclusiva, equitativa y de calidad y promover oportunidades de aprendizaje durante toda la vida para todos.
ODS 5: Lograr la igualdad entre los géneros y empoderar a todas las mujeres y las niñas.
ODS 6: Garantizar la disponibilidad de agua y su gestión sostenible y el saneamiento para todos.
ODS 7: Garantizar el acceso a una energía asequible, segura, sostenible y moderna.
ODS 8: Promover el crecimiento económico inclusivo y sostenible, el empleo y el trabajo decente para todos.
ODS 9: Construir infraestructuras resilientes, promover la industrialización sostenible y fomentar la innovación.
ODS 10: Reducir la desigualdad en y entre los países.
ODS 11: Lograr que las ciudades sean más inclusivas, seguras, resilientes y sostenibles.
ODS 12: Garantizar modalidades de consumo y producción sostenibles.
ODS 13: Adoptar medidas urgentes para combatir el cambio climático y sus efectos.
ODS 14: Conservar y utilizar sosteniblemente los océanos, los mares y los recursos marinos.
ODS 15: Gestionar sosteniblemente los bosques, luchar contra la desertificación, detener e invertir la degradación de las tierras, detener la pérdida de biodiversidad.
ODS 16: Promover sociedades justas, pacíficas e inclusivas.
ODS 17: Revitalizar la Alianza Mundial para el desarrollo sostenible.

Tabla 3: **Criterios ASG y su relación con los ODS**

Ambiental	Biodiversidad, emisiones de gases de efecto invernadero, energías renovables, gestión de residuos, gestión del agua, etc.	ODs: 3, 6, 7, 8, 9, 11, 12, 13, 14, 15
Social	Derechos humanos, estándares laborales, relaciones con las comunidades locales, responsabilidad de productos, etc.	ODSs: 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 16
Gobernanza	Transparencia, remuneración de directores, derechos de los accionistas, estructura del consejo, soborno, corrupción, diálogo con las partes interesadas, actividades de lobby, etc.	ODSs: 4, 5, 8, 10, 12, 13, 16, 17

Las cuestiones ambientales se refieren a cualquier aspecto de la actividad de una empresa que afecte al medio ambiente de manera positiva o negativa, entre otras cuestiones, las emisiones de gases de efecto invernadero, el uso de energía renovable, la eficiencia energética, el agotamiento de los recursos, la contaminación química, la gestión de desechos, la economía circular, la gestión del agua, el impacto en la biodiversidad, etc.

Las cuestiones sociales varían desde aspectos relacionados con la comunidad, como la mejora de la salud y la educación, hasta asuntos relacionados con el lugar de trabajo, incluida la observancia de los derechos humanos, la no discriminación y la participación de las partes interesadas. Los asuntos sociales incluyen estándares laborales (a lo largo de la cadena de suministro, trabajo infantil, trabajo forzoso), relaciones con las comunidades locales, gestión de talento y de las personas, prácticas comerciales controvertidas (armas, zonas de conflicto), estándares de salud y libertad de asociación, entre otras.

Las cuestiones de gobernanza tienen que ver con la conducta ética y la cultura de las empresas empezando por su máximo órgano: el consejo de administración. Bajo esta dimensión se contemplan políticas y medidas de debida diligencia en materia de sostenibilidad, anticorrupción, sobornos, conflictos de interés, denuncias por malas prácticas, independencia y pluralidad de consejeros, el diálogo y participación de los grupos de interés, fiscalidad responsable y transparencia y rendición de cuentas sobre el desempeño social y ambiental, entre otras.

Todo ello sin perder de vista las consideraciones económicas. El **deber fiduciario**

de un gestor implica la obligación de buscar el mejor resultado económico y de utilidad posible para el cliente, teniendo en cuenta las condiciones existentes y la información disponible, adoptando un comportamiento prudente, actuando de buena fe y observando una lealtad imparcial hacia los clientes o beneficiarios. Esta responsabilidad incluye la evaluación de todos los riesgos en el sentido económico y financiero de su materialidad, incluidos los impactos financieros de los riesgos y factores ASG en el valor, los rendimientos y las características de liquidez de las inversiones, seguros y financiaciones, con el fin de tomar decisiones informadas que sean coherentes con los intereses de los beneficiarios. Los supervisores financieros han comenzado a realizar test de estrés incorporando los riesgos climáticos y han advertido de los impactos negativos que a medio y largo plazo pueden tener sobre la estabilidad, rendimientos, solvencia y liquidez de las empresas y la economía global.

Asimismo, en un contexto como el actual, donde el mercado de las finanzas sostenibles supone ya cerca del 50%, la omisión de las consideraciones y factores de sostenibilidad puede limitar las oportunidades de diversificación de los inversores, aumentando así la exposición a largo plazo al riesgo. Por ello, es esencial que los participantes financieros ofrezcan una amplia y diversificada gama de opciones y oportunidades de inversión. Por eso, los reguladores europeos han obligado a los intermediarios, gestores y asesores financieros a que integren las preferencias de sostenibilidad del inversor sin perder de vista sus expectativas de rentabilidad y riesgo (Green MIFID).

Los primeros en darse cuenta de este deber fiduciario fueron los fondos de pensiones, aseguradoras y otros grandes inversores institucionales que tiene en sus carteras de inversión una amplia muestra de empresas representativa de la economía global y estrategias de inversión a largo plazo. A este tipo de “inversores universales” es a quien especialmente perjudica en el medio y largo plazo que las empresas externalicen sus costes sociales y medioambientales y a quienes interesa que las empresas en las que invierten o financian generen las externalidades positivas en el largo plazo: menos desigualdad, menos deterioro ambiental que perjudique sus inversiones, mayor transparencia, confianza y gobiernos corporativos más sólidos (Hawley, J.P. y A.T. Williams, 2002).

Ahora bien, cabe preguntarse en qué medida los participantes de los mercados financieros pueden ejercer con las debidas garantías ese deber fiduciario. La legislación avanza a gran velocidad en Europa para que así sea y se reduzcan los riesgos de *greenwashing*, aumente la fiabilidad y accesibilidad de la información de sostenibilidad y se facilite la implementación y la interoperabilidad de las distintas piezas legislativas de la UE en materia de finanzas sostenibles.

Asimismo, hay que estar atento a las oportunidades que la sostenibilidad abre para el negocio de las aseguradoras como ya lo son la salud o las residencias de

mayores o lo están empezando a ser los negocios en torno a la denominada *silver economy*, el aseguramiento de proyectos y tecnologías que provean nuevas fuentes de energía, las coberturas y servicios que protejan al asegurado frente al cambio climático tanto de hogar como de auto o la integración de la economía circular en las prestaciones del seguro del auto. También, fuera del negocio asegurador, retos sociales como el acceso a la vivienda para personas en riesgos de exclusión social son objeto de inversión por parte de fondos o SOCIMIs que cotizan en la bolsa española o los fondos *private equity* invierten cada vez más con criterios de impacto en infraestructuras básicas como saneamiento, agua, carreteras, educación, sanidad o microfinanzas para generar riqueza y desarrollo en países menos desarrollados.

La materialidad de los riesgos climáticos y su impacto económico.

Para responder a ese deber fiduciario, los gestores deben abordar el análisis de materialidad de los riesgos ASG y comprender la naturaleza de los riesgos involucrados. Por materialidad entendemos la capacidad de incidir dichos riesgos ASG en el binomio rentabilidad-riesgo de dicho activo, la llamada materialidad financiera.

Hasta la fecha se ha avanzado bastante en el análisis de la influencia en los resultados financieros de los aspectos de gobernanza y los riesgos climáticos (parte de los ambientales), mientras que los estudios sobre la materialidad financiera de los riesgos sociales son menos frecuentes y más complejos. Por ese motivo nos centraremos en este apartado en describir los riesgos asociados al cambio climático a los que se enfrenta el sistema financiero que se pueden clasificar en dos categorías: riesgos físicos y riesgos de transición.

Los **riesgos físicos** son aquellos asociados o bien al calentamiento global o al aumento de la frecuencia e intensidad de eventos climáticos como sequías, inundaciones y tormentas. Estos fenómenos pueden ocasionar daños que impliquen, por ejemplo, deterioro en las propiedades o disrupción en la operativa de negocio, lo cual podría conllevar pérdidas financieras. Si dichas pérdidas están aseguradas sería el sector asegurador el que las cubriría. En caso contrario, serían los hogares o las empresas las que tendrían que afrontar dichas pérdidas, lo cual puede aumentar la morosidad que afrontan los bancos con estos clientes.

Los **riesgos de transición** están relacionados con el proceso de ajuste hacia una economía baja en carbono, para lo que es necesario reducir las emisiones de gases de efecto invernadero. La puesta en marcha de determinadas políticas como límites

a las emisiones de CO2 o impuestos al carbono, las innovaciones tecnológicas, los cambios en las preferencias de los agentes o en el sentimiento de mercado podrían tener un impacto económico relevante. En particular, podrían alterar los patrones de demanda y producción de la economía y ocasionar la pérdida de valor de un cierto volumen de activos financieros, con unas ramas de actividad viéndose afectadas negativamente y otras positivamente, lo mismo que ocurriría a nivel de empresa.

La *Network for Greening the Financial System* (NGFS) establece a través de las siguientes figuras el marco de los canales de transmisión de los riesgos climáticos al sistema financiero para entender su impacto en la estabilidad financiera según se recoge en las siguientes figuras (NGFS, 2019):

Figura 1

Del riesgo físico a los riesgos para la estabilidad financiera



Fuente: Network for Greening the Financial System (NGFS, 2019), "Un llamado a la acción El cambio climático como fuente de riesgo financiero".

Figura 2

Del riesgo de transición a los riesgos para la estabilidad financiera



Fuente: Network for Greening the Financial System (NGFS, 2019), "Un llamado a la acción El cambio climático como fuente de riesgo financiero".

Por ejemplo, los riesgos físicos dañan la propiedad y los activos de empresas y familias. Ello afecta a las entidades por el menor valor del colateral, la mayor probabilidad de impago del deudor, mayores préstamos morosos o fallidos y el aumento de provisiones. Mientras, los riesgos de transición también generan riesgo de crédito a las entidades, como en el caso de industrias vinculadas directa o indirectamente a los activos varados. También, el riesgo de mercado puede ser mayor que el de crédito en los riesgos de transición, al desinflar el valor de los títulos de empresas mediante reevaluaciones paulatinas o abruptas. Por último, ambos riesgos, de crédito y de mercado erosionan el balance de las instituciones financieras y, por tanto, sus posibilidades de refinanciación a corto (riesgo de liquidez). Más allá de estos riesgos financieros clásicos, no gestionar riesgos climáticos e informar de ellos pueden conllevar riesgos reputacionales, legales u operativos por una eventual interrupción del negocio o aumentos súbitos en costes y precios de *inputs*.

Todo ello influirá en el coste de capital de las empresas y su viabilidad futura. Así lo han constatado para el caso de los riesgos climáticos diferentes estudios académicos que analizan la relación entre las cuestiones medioambientales y los indicadores

de rendimiento del riesgo crediticio, como el coste de los fondos propios, las condiciones de los contratos de préstamo, el coste de la deuda y los diferenciales de crédito, mostrando en todos los casos que un mejor rendimiento medioambiental está asociado a mejores indicadores de rendimiento crediticio (Ramos-García, et al. 2023). Desde 2013, cuando se hicieron disponibles las primeras bases de datos de bonos verdes, muchos autores han enfocado sus análisis en las diferencias de la prima de interés entre los bonos verdes y los convencionales. MacAskill et al. 2021 realizaron una revisión sistemática de los estudios publicados entre 2007 y 2019 sobre este tema, encontrando que existe al menos una prima de 1 a 9 puntos básicos verde en el mercado secundario. El informe de “Climate Bonds Initiative” del primer semestre de 2023 (“Green Bond Pricing in the Primary Market H1 2023”) muestra cómo el 32% de los bonos verdes alcanzó un “greenium” también en el mercado primario durante el primer semestre de 2023. Recientemente, la discusión se ha centrado en el análisis a nivel de empresa. Esto se debe a que, aunque las diferencias en los bonos pueden ser una fuente primaria de análisis, el riesgo de transición está más relacionado con las emisiones a nivel de empresa, ya que las etiquetas de bonos verdes no están asociadas con bajas emisiones de carbono a nivel de empresa (Ehlers et al. 2020). En esta línea Ramos-García, et al. 2023 investigan el impacto de indicadores climáticos y medioambientales en el riesgo crediticio mediante un análisis de datos de panel sobre una muestra de empresas que forman parte del índice STOXX Europe 600, utilizando 65.744 datos desde el 31/01/2010 hasta el 31/12/2020. Los resultados del trabajo demuestran que los inversores tienen en cuenta el riesgo de transición y, específicamente, que éste afecta a la percepción de diferencias en el riesgo crediticio.

Metodologías de evaluación de riesgos climáticos.

Muchos análisis sobre el impacto económico de los riesgos climáticos se han centrado en el desarrollo de un marco de trabajo y construcción de escenarios dentro del contexto de los objetivos del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (IPCC), capaz de transponer los escenarios de equilibrio general y macroeconómicos en impactos financieros en la cuenta de resultados y en el balance agregado de empresas y participantes de los mercados financieros, dependiendo del nivel de emisiones de gases de efecto invernadero y la evolución de los factores socioeconómicos en distintos escenarios ante la transición climática (UNEP FI 2018; Monnin 2018). Algunas versiones simplificadas de estos marcos se basan en shocks sectoriales, considerando una reducción del valor de capital o flujos de efectivo en sectores específicos.

Los estudios de impacto de riesgos físicos utilizan en general un escenario base sin cambio climático y proyectan un escenario en el que las tendencias históricas no

cambian y comparan cómo afecta un impacto negativo en la variable económica o financiera escogida. En cambio, los estudios de impacto de los riesgos de transición tratan de calcular los beneficios económicos o financieros de proceder a la descarbonización. Construyen un escenario con acción correctiva en el que la variable climática crece menos que en un escenario sin mitigación. La diferencia entre ambos refleja el impacto positivo de embarcarse en la transición. Si la estrategia de descarbonización retrasa su inicio, los beneficios esperados serán obviamente menores.

Hoy en día se utilizan diferentes métodos, tanto en la academia como en la industria, para medir el riesgo de transición, dependiendo de varios factores adicionales, como la eficiencia de carbono de las empresas en comparación con sus pares sectoriales, la capacidad de trasladar los costos de carbono a los consumidores finales y la conciencia de los riesgos relacionados con el carbono en términos generales. Esos estudios se centran, sobre todo, en estimar el monto e impacto de los activos varados, definidos como aquellos que pierden su valor antes del final de su vida útil y económica prevista como consecuencia de los riesgos climáticos de transición y sus impactos.

En cuanto a los riesgos físicos, se han utilizado los llamados Climate VaR sobre el universo de activos o sobre una cartera representativa, que miden una pérdida con una probabilidad y un horizonte determinados en valor presente. Los resultados indican pérdidas medias esperadas “manejables”, pero pérdidas extremas muy elevadas. Además, estiman caídas en todas las carteras con independencia de su composición: aquellas con mayor proporción de renta fija y menor exposición a sectores sensibles al clima “aguantan” mejor, pero la capacidad de cubrirse ante pérdidas es siempre limitada (Amargant-Arnau-y-Fernando-Gutiérrez-del-Arroyo-2022). Escasean aún los estudios que estiman la exposición de ciertas carteras (inmobiliaria, por ejemplo) ante riesgos físicos concretos (crecida del nivel del mar, por ejemplo), si bien, según el estudio que realizó el BCE “*Climate-related risks to financial stability*”, la situación en España respecto al riesgo físico es peor que en el resto de países europeos (BCE, 2021).

Teniendo en cuenta estos escenarios, los supervisores han acometido los primeros **test de stress climáticos** que se han centrado en primer lugar en los bancos. Tras sus estimaciones, el Consejo y el Parlamento de la UE alcanzaron en junio de 2023 un acuerdo provisional para implementar las reformas pendientes de Basilea III a la normativa europea, así como otras medidas para fortalecer el marco prudencial europeo y asegurar la adecuación del sector bancario a los nuevos retos climáticos y sociales. Este acuerdo conlleva modificaciones de la Directiva y del Reglamento de Requerimientos de Capital (CRD y CRR, por sus siglas en inglés). Entre los objetivos de la reforma está que los bancos que utilizan modelos internos para calcular sus requisitos de capital midan los riesgos de manera más consistente, incluyendo entre

otras, modificaciones para mejorar la gestión de los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza (ASG o ESG, por sus siglas en inglés).

La Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) ha publicado distintos documentos en los últimos años que abordan cuestiones de las expectativas de supervisión y metodológicas en relación con la integración de escenarios y evaluación del riesgo climático por parte de las aseguradoras. Asimismo, está trabajando para promover el acceso a fuentes abiertas de datos para la modelización de los riesgos del cambio climático y realizar evaluaciones de riesgos micro y macro prudenciales para comprobar la resistencia de los agentes del mercado y los consumidores a los riesgos que plantean los retos medioambientales y sociales desde una perspectiva sistémica (EIPA, 2023).

En el caso de las entidades aseguradoras, la evidencia refleja pérdidas crecientes en las últimas cuatro décadas y que podrían dispararse en el futuro. El Informe de Estabilidad Financiera de junio de 2024 de EIOPA muestra cómo los fenómenos meteorológicos extremos inducidos por el cambio climático causaron aproximadamente 240.000 millones de euros en pérdidas económicas en todo el mundo en el año 2023 y las aseguradoras cubren entre 86.000 y 98.000 millones de euros (EIOPA, 2024). El reasegurador SwissRe estima que hasta 183.000 millones de dólares en primas podrían generarse globalmente para 2040 como consecuencia del cambio climático, principalmente en el segmento de seguros de propiedad, dada la amenaza de exposición a catástrofes como inundaciones, terremotos y eventos climáticos extremos como tormentas e incendios forestales (PwC, 2022). No debe olvidarse que si los eventos climáticos no están asegurados (o se restringe su cobertura o aumenta el precio de las pólizas), los seguros trasladarán el riesgo a los perjudicados por los eventos (empresas, hogares, sector público), dañando su balance. Existen vasos comunicantes, además, entre entidades bancarias y seguros: los bancos con inversiones en seguros pueden quedar expuestos a los riesgos climáticos de estos. Si, además, la entidad cohabita con un brazo de seguros o reaseguros bajo el mismo grupo empresarial, la vulnerabilidad podría ser aún mayor. Esto subraya la necesidad urgente de más medidas para cerrar las brechas de protección y revisar continuamente las evaluaciones de riesgos, modelos y datos de las aseguradoras.

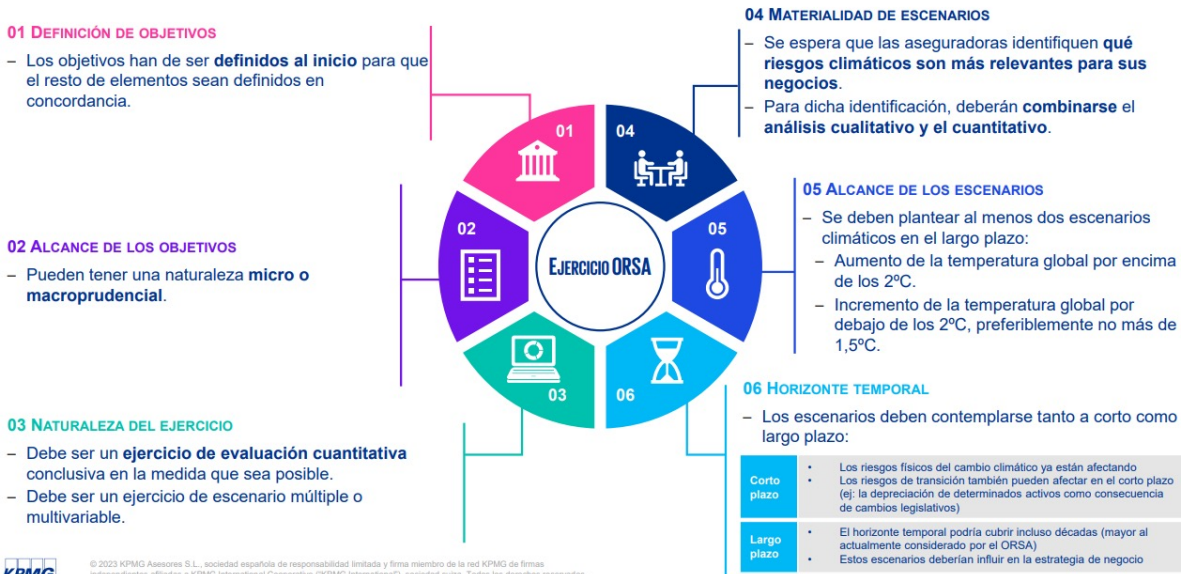
Parece claro pues que, debido a su experiencia inherente en gestión de riesgos, los aseguradores y reaseguradores tienen una clara oportunidad y obligación social de liderar la lucha contra la crisis climática global.

En Europa, los cambios introducidos por las modificaciones de Solvencia II exigen que la función de gestión de riesgos de las aseguradoras identifique y evalúe los riesgos emergentes y los riesgos de sostenibilidad. Esto afecta no sólo al Marco de Apetito al Riesgo (RAF), sino también a su Política de Riesgos ya que estos riesgos deben

integrarse en la política general de solvencia de la aseguradora en la Autoevaluación de Riesgos Propios (ORSA). Para garantizar la correcta implementación y análisis de materialidad de los riesgos de sostenibilidad en el marco del RAF y, posteriormente, en los escenarios ORSA, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) ha venido publicando informes sobre cuestiones regulatorias y metodológicas para impulsar la integración de escenarios y evaluación del riesgo climático de las aseguradoras en sus escenarios ORSA (EIOPA, 2019, 2021, 2022). Estos documentos cubren la frecuencia de actualización de los parámetros en la fórmula estándar de catástrofes naturales, principios metodológicos para el diseño de ejercicios de pruebas de estrés ascendentes para evaluar la vulnerabilidad de las aseguradoras a los riesgos climáticos, así como ideas generales y ejemplos relativos a la evaluación de la materialidad para las empresas obligadas a identificar e integrar los riesgos del cambio climático en los escenarios ORSA (ver figura 3).

Figura 3

Del riesgo de transición a los riesgos para la estabilidad financiera



© 2023 KPMG Asesores S.L., sociedad española de responsabilidad limitada y firma miembro de la red KPMG de firmas independientes afiliadas a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), sociedad suiza. Todos los derechos reservados.

Fuente: KPMG 2023, EIOPA – Análisis de Riesgos Climáticos en el ORSA.

EIOPA ha desarrollado una herramienta digital gratuita de código abierto para estimar los riesgos físicos sobre las exposiciones de pasivo en seguros de no vida, con el fin de fomentar el modelado de los riesgos climáticos y su correcta gestión¹.

La EIOPA todavía no ha aplicado un stress-test climático a las entidades aseguradoras, aunque lo tiene previsto en su plan de acción 2023-2026, y ha publicado la metodología para tales pruebas (EIOPA, 2022b).

En la actualidad, sólo el 23% de las pérdidas totales causadas por fenómenos meteorológicos extremos y relacionados con el clima en toda Europa están aseguradas, lo que da lugar a una importante brecha en la protección del seguro, que se espera que aumente aún más dadas las proyecciones climáticas actuales. EIOPA llevó a cabo un ejercicio piloto con 31 empresas de seguros voluntarias en el 2022 para comprender mejor las prácticas de suscripción actuales de la industria de seguros con respecto a la adaptación al cambio climático. Descubrió que se están implementando medidas de adaptación específicas en los productos de seguros no vida y ofreciendo primas con incentivos relacionados, pero el mercado general de seguros de la UE todavía parece estar en una etapa relativamente temprana en la implementación de medidas para la adaptación al cambio climático (EIOPA, 2023b).

Respecto a los fondos de pensiones, EIOPA llevó a cabo en el 2022 su primera prueba de resistencia climática para conocer los efectos de los riesgos medioambientales en el sector europeo de las pensiones de jubilación (EIOPA, 2022c).

La primera prueba de resistencia climática del sector a escala europea muestra que los fondos de pensiones de empleo están muy expuestos a los riesgos de transición y los resultados evidenciaron una considerable caída global del 12,9% en los activos, lo que corresponde a unas pérdidas de valoración de activos de unos 255.000 millones de euros. El informe resaltaba cómo más del 90% de los fondos de pensiones de empleo tienen en cuenta los factores ASG en sus modelos de negocio, operaciones y a la hora de determinar su política de inversión. Si bien, solo el 14 % de los fondos de empleo y pensiones confirmaron que aplican stress-test ambientales específicos dentro de su política general de gestión de riesgos.

El análisis de escenarios climáticos fue aplicado a 187 instituciones o fondos de empleo y pensiones (IORP, por sus siglas en inglés: Institutions for Occupational Retirement Provisions) que operan en 18 países y que son representativos del 65 % de los activos bajo gestión en el mercado comunitario. Respecto a España, el test incluía los planes de empleo y pensiones de la Administración General del Estado (gestionados por BBVA AM) y los más grandes, como los de CaixaBank (gestionados

¹ Herramienta disponible en https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/open-source-tools-modelling-and-management-climate-change-risks_en#climada-app-a-case-study-supported-by-eiopa y <https://wcr.ethz.ch/research/climada.html>

por CaixaBank AM), Endesa (gestionados por Ibercaja Pensión) y Telefónica (gestionados por Fonditel).

EIOPA está trabajando para promover el acceso a fuentes abiertas de datos para la modelización de los riesgos del cambio climático y realizar evaluaciones de riesgos micro y macro prudenciales para comprobar la resistencia de los agentes del mercado y los consumidores a los riesgos que plantean los retos medioambientales y sociales desde una perspectiva sistémica (EIOPA, 2023).

El caso español: La supervisión de la DGSFP de los riesgos climáticos.

En España la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP, 2023) ha marcado entre sus prioridades estratégicas 2023-2025 la necesidad de incluir en los escenarios de estrés considerados por las entidades aseguradoras en su proceso de autoevaluación del riesgo y de la solvencia (ORSA) los escenarios de riesgos de cambio climático que tengan en cuenta los riesgos físicos y de transición que pueden afectar a la posición financiera y de solvencia de la entidad y a la sostenibilidad de su modelo de negocio, incluyendo:

- Una visión general de todas las exposiciones materiales a los riesgos del cambio climático y una explicación de cómo se ha evaluado su materialidad indicando, en su caso, los motivos por los que se concluye que el riesgo no es material.
- Los métodos y las principales hipótesis utilizados en la evaluación del riesgo de las exposiciones materiales de la entidad, incluido el análisis de escenarios a largo plazo.
- Los resultados cuantitativos y cualitativos de los análisis de escenarios y las conclusiones extraídas de los resultados.

También establece que supervisará el cumplimiento de las obligaciones establecidas en la Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética para que las entidades afectadas por la ley remitan a la DGSFP un informe de carácter anual, en el que se haga una evaluación del impacto financiero sobre la sociedad de los riesgos asociados al cambio climático generados por la exposición a éste de su actividad, incluyendo los riesgos de la transición hacia una economía sostenible y las medidas que se adopten para hacer frente a dichos riesgos. Además, deben informar de los objetivos de descarbonización alineados al Acuerdo de París.

La DGSFP junto con el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores han publicado un primer informe bienal sobre la integración de los riesgos

climáticos en el sector financiero español (AMCESFI, 2023). La DGSFP ha evaluado el riesgo de transición tanto en las entidades aseguradoras como en los fondos de pensiones, en un escenario común para todo el sistema financiero, en el que la transición se produciría de modo abrupto y desordenado, afectando a la economía y los mercados financieros y tomando como referencia las pruebas de resistencia a nivel europeo realizadas durante el ejercicio 2022 por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) sobre fondos de pensiones de empleo.

En el caso de las entidades aseguradoras, el escenario climático afecta a los principales elementos del balance de una entidad aseguradora, tanto por el lado del activo, en la valoración de las inversiones, como en la principal partida de su pasivo, las provisiones técnicas. Estos efectos tienen como consecuencia una disminución de la solvencia de las compañías aseguradoras. Para los fondos de pensiones, la metodología empleada analiza el efecto en las carteras de inversión de los fondos de pensiones.

El análisis se ha realizado sobre datos a cierre del ejercicio 2021, concentrándose en el ejercicio 2022 los efectos acumulados de los tres primeros años del escenario de transición desordenada de la NGFS. Los riesgos físicos son los tendrán un mayor impacto, ya que presentan una relación directa con el nivel de indemnizaciones que el sector de seguros tendrá que desembolsar en caso de siniestro, y el nivel de daños que generalmente llevan aparejados este tipo de siniestros es muy elevado.

En el ámbito de los riesgos físicos se han realizado dos estudios: el primero analiza el impacto de un incremento en los daños en bienes asegurados de empresas y particulares y el segundo aborda un incremento en los daños cubiertos por el seguro agrario combinado. En este primer informe se presentan ejercicios parciales en los que se ha optado por tener en cuenta exclusivamente el efecto en los daños en bienes asegurados de empresas y particulares provocado por un incremento de las borrascas de alta intensidad y el impacto de un incremento de las sequías, heladas y granizos en el seguro agrario combinado.

La valoración del impacto de los riesgos físicos es más compleja debido a la falta de disponibilidad de datos con la granularidad necesaria y la necesidad de realizar una valoración no solo a nivel regional, sino también a nivel global, dado que las compañías aseguradoras ofrecen cobertura de seguro a nivel internacional. Si bien en España existe abundante documentación sobre riesgos catastróficos proporcionada por grandes aseguradoras y reaseguradoras, se observan lagunas significativas en el conocimiento sobre los costos futuros del cambio climático para el sector y la eficacia de las medidas de adaptación. El sector asegurador necesita diversa información para entender cómo los riesgos climáticos impactarán en sus diferentes ramas (Hidalgo Pérez, A.I. 2020).

En el contexto de las obligaciones de información sobre sostenibilidad para el sector privado, la UE ha aprobado los Reglamentos (UE) 2019/2088 y (UE) 2022/1288 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros, que obligan, entre otros participantes a las compañías de seguros o intermediarios de seguros que ofrezcan asesoramiento en materia de seguros con respecto a los PIBS y a las gestoras de fondos de pensiones, a divulgar, a nivel de entidad y productos financieros de inversión comercializados en la UE sobre la política de integración de los riesgos de sostenibilidad, la coherencia de la política de remuneración de la entidad con dicha política de integración y sobre las incidencias adversas relevantes o potencialmente relevantes sobre los factores de sostenibilidad (en este último caso si la entidad tiene más de 500 empleados). Además, como ya hemos dicho, deben informar si los productos financieros de inversión comercializados en la UE promueven características medioambientales o sociales o si tienen objetivos medioambientales o sociales y en qué porcentajes y cómo miden dichos objetivos. De tener algún objetivo medioambiental o social debe informar sobre el cumplimiento del principio de no perjudicar significativamente a ninguno de los objetivos de sostenibilidad (DNSH por sus siglas en inglés). Esto afecta a los fondos de pensiones y a los a los productos de inversión basados en seguros (IBIPs por sus siglas en inglés).

La tabla siguiente puede ser utilizada como comprobación del cumplimiento de las obligaciones establecidas en le SFDR.

Tabla 4: **Lista de comprobación de cumplimiento de las obligaciones de información establecidas en la SFDR**

Obligaciones a nivel entidad

Indicadores	Descripción
1	¿La entidad ha publicado en su sitio web información sobre su política de integración de los riesgos de sostenibilidad en el proceso de toma de decisiones de inversión?
2	¿La entidad ha publicado en su sitio web información sobre las principales incidencias adversas (PIAS) de las decisiones de inversión sobre los factores de sostenibilidad? En caso afirmativo, ¿la entidad considera las incidencias adversas sobre los factores de sostenibilidad?
3	¿La declaración publicada cumple con las disposiciones del Reglamento Delegado (UE) 2022/1288?
4	¿La entidad ha publicado en su sitio web información sobre cómo se integran y se consideran los riesgos de sostenibilidad en su política de remuneración?

Obligaciones a nivel de producto

Indicadores	Descripción
5	¿La entidad ha incluido en la documentación precontractual de los productos financieros información la integración de los riesgos de sostenibilidad de conformidad con lo establecido en el art. 6 SFDR?
6	¿La entidad ha incluido en la documentación precontractual de los productos financieros información sobre las principales incidencias adversas (PIAS) de conformidad con lo establecido en el art. 7 SFDR?
7	¿La entidad cuenta con productos financieros que promueven características medioambientales o sociales (art.8 SFDR)?
8	En caso afirmativo, ¿la entidad ha cumplido con las obligaciones de información precontractual, transparencia en la web e información periódica exigibles a los productos financieros que promueven características medioambientales o sociales?
9	¿La entidad cuenta con productos financieros que tienen como objetivo inversiones sostenibles (art.9 SFDR)?
10	En caso afirmativo, ¿la entidad ha cumplido con las obligaciones de información precontractual, transparencia en la web e información periódica exigibles a los productos financieros que tengan como objetivo inversiones sostenibles?

Fuente: Mercedes Orts Ancoechea (2024) El Reglamento de divulgación (SFDR): Estudio del grado de cumplimiento en el mercado asegurador español.

Además, el Reglamento Delegado (UE) 2021/2178/UE, conforme a lo establecido en el art. 8 del Reglamento de Taxonomía (2020/852/UE), detalla cómo deben informar las empresas, incluidas los participantes de los mercados financieros, sobre sus actividades económicas medioambientalmente sostenibles y en qué porcentaje de sus ingresos, gastos fijos de operaciones (OPEX por sus siglas en ingles) y gastos e de capital (CAPEX por sus siglas en inglés).

Por el lado corporativo, las directivas 2014/95/UE de Información No-Financiera (NFRD por sus siglas en inglés) y 2022/2464/UE, de Información Corporativa sobre Sostenibilidad (CSRD, por sus siglas en inglés) establece obligaciones de divulgación de información a las grandes empresas (más de 250 empleados y/o 40 millones de euros de volumen de negocio y/o 20 millones euros de total de activos), empresas cotizadas (incluyendo pymes) y entidades de interés público. La CSRD establece amplias obligaciones de información sobre sostenibilidad conforme a los nuevos Estándares Europeos de Divulgación de Sostenibilidad (ESRS por sus siglas en ingles). Estas obligaciones están sujetas en gran parte al resultado del análisis de doble materialidad de las cuestiones y factores de sostenibilidad, tanto desde el enfoque de impacto interno en la propia entidad obligada por la CSRD, como desde

el impacto externo de la actividad de la entidad en el medio ambiente, empleados y las comunidades donde operan. No obstante, independientemente del resultado de dicho análisis de materialidad, habrá que informar de unas cuestiones generales de políticas de sostenibilidad e integración en la estrategia, gobernanza y políticas de identificación de impactos reales y potenciales, riesgos y oportunidades de sostenibilidad.

España por el momento ha traspuesto la NFRD en la Ley 11/2018 y ha publicado un Anteproyecto de Ley para la Trasposición de la CSRD². Por el momento, la Ley 11/2018 establece obligaciones para las empresas de más de 250 empleados que sean entidades de interés público o que tengan durante dos ejercicios consecutivos 40 millones de euros de volumen de negocio o 20 millones euros de total de activos, exceptuando a las pymes. Estas empresas deberán divulgar:

- Una breve descripción del modelo de negocio del grupo.
- Una descripción de las políticas que aplica el grupo respecto a las cuestiones.
- Los resultados de esas políticas, debiendo incluir indicadores clave de resultados no financieros pertinentes.
- Los principales riesgos relacionados con las cuestiones vinculados a las actividades del grupo y la gestión de dichos riesgos, explicando los procedimientos de detección y evaluación.

Además, hay que atender a la normativa de sostenibilidad incluida en la Directiva de Distribución de Seguros (IDD) por el Reglamento Delegado (UE) 2021/1257 por el que se modifican los Reglamentos Delegados (UE) 2017/2358 y (UE) 2017/2359 en lo que respecta a la integración de los factores, los riesgos y las preferencias de sostenibilidad en los requisitos de control y gobernanza de los productos aplicables a las empresas de seguros y los distribuidores de seguros y en las normas de conducta y de asesoramiento en materia de inversión relativas a los productos de inversión basados en seguros. Al igual que la modificación de MIFID II por el Reglamento Delegado (UE) 2021/1254, se incluye la obligación de preguntar a los clientes, evaluar y tener en cuenta sus preferencias de sostenibilidad en el proceso de selección de los productos que recomiendan a los clientes. Además, los fabricantes de los productos deben divulgar los factores y objetivos de sostenibilidad de sus productos de manera transparente.

Y la Directiva Delegada (UE) 2021/1270 por la que se modifica la directiva 2010/43/UE en lo que atañe a los riesgos de sostenibilidad y los factores de sostenibilidad

² Anteproyecto de Ley disponible en https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/ministerio/participacion_publica/consulta/ficheros/APL_informacion_corporativa.pdf

que deben tenerse en cuenta en relación con los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM, UCITS por sus siglas en inglés) que pueden gestionar fondos de pensiones, y que introduce la obligación de incluir en la Política de Gestión de Riesgos las exposiciones a los riesgos de sostenibilidad y de tener en cuenta e integrar los riesgos de sostenibilidad bajo el principio de proporcionalidad. También establece que las gestoras de UCITS deben disponer de recursos y experiencia para la integración efectiva de los riesgos de sostenibilidad e incluirlos en términos cualitativos o cuantitativos dentro de los requisitos de diligencia.

También los Reglamentos Delegados (UE) nº 1286/2014 (UE) y 2017/653 de los productos preempaquetados de inversión minorista y basada en seguros (PRIIPS por sus siglas en inglés) y que establece la obligación de incluir en el DFI (*Key Investor Information Document* KIID, por sus siglas en inglés), si procede y entre otros, de los objetivos medioambientales o sociales concretos que persigue el producto.

Y el Reglamento Delegado (UE) 2021/1256 de la Comisión de 21 de abril de 2021 por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2015/35 en lo que respecta a la integración de los riesgos de sostenibilidad en la gobernanza de las empresas de seguros y reaseguros, y que introduce:

- Las definiciones de “Factores de sostenibilidad” (según art. 2 SFDR) y “Riesgos de sostenibilidad” (en línea con SFDR).
- Gestión de riesgos: se deben reflejar los riesgos de sostenibilidad, así como la identificación y evaluación.
- Función actuarial: debe tener en cuenta los riesgos de sostenibilidad en su evaluación de la incertidumbre asociada a las estimaciones realizadas al calcular las provisiones técnicas.

3

Estrategias y oportunidades de inversión con criterios de sostenibilidad: el caso de los fondos de pensiones.

La gestión de activos con criterios ASG en los fondos de pensiones.

La política de gestión del fondo define qué criterios ASG específicos se consideran en cada producto financiero y cómo se incluyen en su proceso de decisión de inversión. Esta última cuestión – el cómo –, estaría definido por la estrategia ASG.

Hay diferentes categorizaciones de las estrategias ASG. De forma resumida, y siguiendo las directrices de las instituciones internacionales que trabajan en el tema (EurosIF y el GSIA), las principales estrategias se resumen en la siguiente tabla:

Tabla 5: Principales criterios agregados para estrategias de ISR.

Screening	Aplicación de normas basadas en criterios definidos que determinan si una inversión es admisible.	Exclusionary Screening/ Exclusions Negative Screening Positive Screening Best-in-Class Screening Norms-Based Screening"
ESG integration	Consideración continua de los factores ASG dentro de un proceso de análisis y toma de decisiones de inversión con el objetivo de mejorar la rentabilidad ajustada al riesgo.	Si la finalidad de la integración de los factores ASG se enuncia en términos distintos de la rentabilidad ajustada al riesgo, no debe darse a entender que la integración de los factores ASG se utiliza para fines distintos de la reducción del riesgo o la mejora de la rentabilidad.
Inversión temática	Selecting assets to access specified trends Selección de activos para acceder a tendencias específicas.	Los inversores no deben caracterizar su enfoque de selección de activos como inversión temática a menos que puedan mostrar cómo una parte significativa de los activos de una cartera está relacionada con esas tendencias, y cómo esas tendencias se relacionan con la dinámica económica, tecnológica, demográfica, cultural, política, medioambiental, social y/o reguladora.
Stewardship	El uso de los derechos y la influencia de los inversores para proteger y aumentar el valor global a largo plazo para los clientes y beneficiarios, incluidos los activos económicos, sociales y medioambientales comunes de los que dependen sus intereses.	Las interacciones sobre cuestiones operativas rutinarias que no están relacionadas con el valor global a largo plazo no deben describirse como actividades de administración.
Inversión de Impacto	Invertir con la intención de generar un impacto social y/o medioambiental positivo y medible junto con un rendimiento financiero.	Los inversores sólo deberían utilizar el término para describir su enfoque cuando puedan identificar de forma creíble su papel contributivo o catalizador en la mejora de las condiciones medioambientales y sociales. - ver siguientes diapositivas.

Fuente: GSIA&PRI 2023 https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2023/11/ESG-Terminology-Report_Online.pdf

Cabe destacar que las estrategias no son excluyentes entre sí: pueden combinarse en una misma política o incluso dentro de un mismo producto ISR. Por ejemplo, es posible aplicar, en la misma política, una estrategia de *best-in-class* a una muestra de empresas y, además, excluir a otras empresas involucradas en la producción de armas o pornografía. Esta combinación específica de estrategias implica que se elegirán las empresas que mejor cumplan con los criterios ASG definidos en la política de inversión sin estar involucradas en determinados sectores.

Según el estudio de Spainsif “La Inversión Sostenible y Responsable en España 2023” (Spainsif, 2023), en España la selección negativa (*screening* negativo) es una de las estrategias más extendidas en la gestión de activos ya que suele usarse como filtro básico en todas las carteras, sobre el que se van añadiendo criterios adicionales para la definición de productos ASG. Sin embargo, en últimos cinco años ha sufrido una paulatina caída en favor del *screening* positivo que engloba también a la inversión temática y de las estrategias más avanzadas como la de Integración ASG y la del *engagement* y el voto, estrategia esta última que se consolida como la principal estrategia aplicada más avanzada. La estrategia de inversión de impacto, a pesar de ser la más avanzada de todas, es todavía la menos utilizada, en gran parte por el sentido de prudencia que traslada en cuanto a divulgación de resultados e impactos ASG de la inversión sostenible.

Las principales exclusiones de empresas en razón a su actividad son las referidas a armas como las bombas de racimo, las minas antipersona o las de destrucción masiva, seguidas por el tabaco y la violación de los derechos humanos. Respecto a la inversión en valores relacionados con los Estados soberanos, la corrupción es el principal ámbito de exclusión de países.

Respecto a las principales temáticas de inversión sostenible en España, la energía renovable ocupa el primer lugar, seguidas de la salud y bienestar, gestión del agua y sistemas de eficiencia energética. En el plano internacional las temáticas prioritarias son similares, si bien la protección de la biodiversidad y el uso del suelo están cobrando cada vez más relevancia. Otras temáticas de interés creciente son la educación e inversión en capital humano y la innovación tecnológica.

Resulta muy relevante observar cómo algunas megatendencias sociales como la demografía y mayor longevidad de nuestra sociedad ya están presentes en estrategias temáticas de inversión. En el primer trimestre del 2024, el 26% de los fondos europeos con características ASG y el 56% de los fondos con objetivos específicos y medibles de inversión sostenible declaran tener compromisos de mantener inversiones sociales (Morningstar, 2024).

El último estudio de Spainsif sobre el mercado de la Inversión Sostenible y Responsable (ISR) en España muestra como la inversión en salud y bienestar ocupa,

como ya hemos mencionado, el segundo lugar en importancia y activos invertidos dentro de las temáticas de inversión sostenible y responsable. También otros aspectos sociales como la diversidad e igualdad y el empleo figuran dentro de las diez temáticas más relevantes de la inversión ISR en España. Y más del 10% de las gestoras encuestadas por Spainsif ya manifiestan estar invirtiendo en temáticas como la vivienda social incluyendo el *senior living* (Spainsif, 2023). Al respecto de esta última temática, los recientes estudios de la consultora CBRE, "Tendencias de inversión inmobiliaria en el segmento del *living*" y la encuesta *European Investor Intentions Survey 2024*, muestran como el *senior living* es una tendencia en crecimiento que debe responder a la mayor longevidad de nuestra sociedad. El 38% de los inversores inmobiliarios declara invertir en el segmento del *senior living*. Los estudios reflejan también como la oferta actual y en proyecto de unidades operativas en España es insuficiente y debería crecer en torno a un 60% de aquí a 2030 (CBRE, 2024). A nivel mundial, los datos de la ISR de impacto en el segmento de la vivienda social y *senior living* muestran cómo es la temática que más ha crecido desde el 2107 al 2022 - un 44% - (GIIN, 2023).

Respecto a la estrategia de inversión de impacto, se observa que, si bien ha crecido en los últimos años, es la estrategia que presenta mayores retos debido, entre otras cuestiones, a la dificultad de medición del impacto. Estas inversiones tienen un objetivo específico medioambiental o social ligado a cuestiones no suficientemente atendidas por el mercado, y con una intención clara de tener un impacto y de realizar la medición específica del mismo. En algunos países como Francia, los fondos de pensiones aplican estas estrategias de inversión de impacto en el marco regulado de los fondos solidarios 90/10. Estos fondos se crearon al amparo de la Ley francesa de Modernización de la Economía de 2008, y se trata de fondos de pensiones de empleo privados, donde entre un 5% y un 10% del patrimonio se invierte en empresas o fondos de impacto social no cotizados mientras que el 90% restante se canaliza a través de fondos líquidos de activos ASG.

Según datos de la Global Sustainable Investment Alliance, la inversión sostenible en Europa, Canadá, Japón, Australia y Nueva Zelanda ha alcanzado los 21,9 billones de dólares en activos gestión, habiendo crecido un 20% en los dos últimos años. Morningstar en su informe del mercado de fondos de inversión sostenibles del primer cuatrimestre del 2024 destaca que en Europa el volumen de fondos que integran consideraciones de sostenibilidad (art. 8 de la SFDR) o que tienen objetivos de sostenibilidad (art. 9 de la SFDR) alcanzan al 58,9% del total de activos (55,5% de cuota para los fondos art. 8 y 3,4% para los fondos art. 9). Más de la mitad de los nuevos fondos lanzados en Europa durante el primer trimestre del 2024 fueron fondos art. 8 y art. 9 de la SFDR.

Es por ello que no es de extrañar que, entre los inversores institucionales que miran el largo plazo y a los índices de referencia, haya un buen porcentaje que se inclinan

hacia la inversión en fondos art. 8 de la SFDR. De hecho, los fondos de pensiones, especialmente los de empleo y los públicos, así como los fondos soberanos han sido desde el inicio los que más han ido aplicando este tipo de estrategias de inversión sostenible debido a su política de inversión más centrada en el largo plazo. En España, el inversor institucional que con mayor frecuencia incorpora las cuestiones de sostenibilidad en su política de inversión son los fondos de pensiones seguido de las mutuas y compañías de seguros (Spainsif, 2023).

En la práctica, los gestores de fondos de pensiones españoles y europeos utilizan el marco de la SFDR para englobar sus productos bajo el art. 8 y 9 según corresponda. De acuerdo con la normativa SFDR, ahora en revisión, los fondos Art. 8 declaran en sus prospectos que promueven características medioambientales y/o sociales y los fondos Art. 9, más exigentes y, por tanto, con menos volumen de activos, declaran tener un objetivo de inversión sostenible medioambiental o social.

Las políticas de Inversión sostenible se suelen enmarcan dentro de la adhesión a los Principios de Inversión Responsable (PRI), y los objetivos de descarbonización a iniciativas como la Net Zero Asset Owner Alliance, Net Zero Asset Managers Initiative, la Net Zero Insurance Alliance y la Net Zero Engagement Initiative.

A la hora de fijar objetivos de sostenibilidad, suelen tomar como referencia un índice de referencia ASG o de sostenibilidad. Ello implica la promoción de criterios ASG, así como, con carácter general, el foco en algunos de los ODS. Asimismo, también fijan metas de reducción de la huella de carbono con respecto al índice de referencia.

Se fijan una serie de exclusiones generales y específicas y se determinan umbrales porcentuales por encima del 60%-75% sobre el total de la cartera del fondo que debe estar alineados con los objetivos de sostenibilidad, bien si persiguen características medioambientales o sociales, y en menor porcentaje, si pretenden realizar también inversiones sostenibles alineadas con algún o algunos objetivos específicos y medibles medioambientales o sociales. Las inversiones que no están ajustadas a esos umbrales tienen principalmente como objetivo maximizar el rendimiento financiero del plan. Asimismo, podrá haber inversiones con finalidad de cobertura o para dotar de liquidez al mismo.

Cuando tienen como objetivo realizar inversiones sostenibles se analiza bajo un marco de debida diligencia que ninguna de estas inversiones sostenibles cause un daño significativo a ningún objetivo medioambiental o social, teniendo en cuenta además distintos indicadores de incidencias adversas sobre los factores de sostenibilidad (asuntos medioambientales, sociales y laborales, el respeto de los derechos humanos y la lucha contra la corrupción y el soborno, la brecha salarial entre hombre y mujeres, la diversidad de género en los órganos de gobierno o la exposición a empresas que fabrican o venden armamento controvertido). Estas

estrategias de inversión sostenible normalmente están alineadas bajo los marcos del Acuerdo de París, las Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales y los Principios Rectores de las Naciones Unidas sobre Empresas y Derechos Humanos, incluidos los principios y derechos establecidos en los ocho convenios fundamentales a que se refiere la Declaración de la Organización Internacional del Trabajo relativa a los principios y derechos fundamentales en el trabajo y la Carta Internacional de Derechos Humanos.

El seguimiento de los objetivos medioambientales o sociales se realiza mediante la comparativa entre la cartera y el índice de referencia en relación a indicadores como (i) el rating medio ASG internamente calculado por la gestora de acuerdo a metodologías propias de calificación (ii), la contribución a los ODS conforme a metodologías internas o de asesores externos (iii) las ratios de logro de los objetivos de reducción de la huella de carbono comparados con los del índice de referencia.

Asimismo, se dispone de una política de implicación y diálogo con las compañías y entidades en las que se invierte, para verificar que crean valor a largo plazo para sus inversores y las partes interesadas y actúan en interés de sus accionistas, realizando un seguimiento periódico de indicadores y métricas que no sólo incluyen aspectos económico-financieros, sino que también abarcan elementos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo.

Se suele utilizar a dos o más proveedores externos de información ASG de reconocido prestigio para obtener datos sobre sostenibilidad de los activos subyacentes en los que invierte el fondo, con los cuales se mantienen reuniones de forma periódica. Al implementar un criterio ASG en cualquier producto de inversión, los gestores pueden utilizar diferentes herramientas para obtener información ASG y elegir activos que cumplan con el mandato de inversión ASG del producto o para evaluar el grado de cumplimiento de su política ISR.

Los inversores y gestores de activos pueden realizar directamente investigaciones internas en busca de información ASG, pero es costoso y puede ser ineficiente e incluso cuestionable. Pueden encontrar información ASG en informes públicos de empresas, fuentes de información pública y organismos dependientes de la administración, como órganos reguladores de los mercados bursátiles, el sistema judicial en el caso de sentencias, centros de estudio, informes de ONG o medios de comunicación.

Sin embargo, la práctica más habitual es acceder a la información proporcionada directamente por agencias de rating social o por índices bursátiles sostenibles.

También existen herramientas o metodologías diseñadas para medir los impactos ASG de las empresas o proyectos invertidos. Las metodologías más utilizadas para

inversiones de impacto son: IRIS+, IMP+ACT, SROI, SPI4-ALINUS, GIIRS.

Aunque es difícil aplicar estas herramientas de medición de impacto a cualquier otra estrategia ASG o instrumento financiero que no sea la inversión de impacto, también existen métricas que se pueden utilizar desde una perspectiva más amplia, como las que se incluyen en el Marco de Inversión de Impacto desarrollado por Investment Leaders Group (ILG) en cooperación con el Cambridge Institute for Sustainability Leadership.

Según esta iniciativa, el impacto de una inversión son “los resultados sociales y ambientales de la inversión en lugar de las intenciones o procesos detrás de ella”. Proporciona a los inversores un marco para verificar su alineación con los ODS y medir el impacto agregado de los activos a nivel del fondo. Para ello, agrega los ODS en tres categorías sociales (necesidades básicas, bienestar y trabajo decente) y tres ambientales (seguridad de los recursos, ecosistemas saludables y estabilidad climática), y propone para cada tema una métrica basada en los datos disponibles para los inversores.

La rentabilidad/Riesgo de la Inversión con criterios ASG.

Diferentes estudios académicos en los últimos años han tratado de analizar si una gestión responsable de la empresa aporta valor y si la sostenibilidad tiene algún efecto en la rentabilidad de la empresa, en la valoración que de ella hacen los mercados y si es una información clave a tener en cuenta en la gestión de carteras. Tras la revisión bibliográfica realizada por Cabello y Elvira (2022) sobre 42 estudios que han analizado esta relación, se observa que, si bien no hay unanimidad en las conclusiones, la mayoría (59%) encuentra un efecto positivo siendo esto mucho más evidente en los estudios centrados en economías desarrolladas con altos potenciales de inversión ASG. Estas conclusiones coinciden con metaanálisis similares como el tan citado de Orlitzky et al. 2003 hasta alguno más reciente como el de Whelan et al. 2021. La totalidad de estudios analizados evidencian un mejor comportamiento de las finanzas sostenibles en el largo plazo. Según las conclusiones de Giese et al. 2021 los aspectos de gobernanza tienen una mayor importancia en el corto plazo mientras que los indicadores ambientales y sociales evolucionan más lentamente y, por tanto, son más significativos en el largo plazo. También los trabajos analizados observan que la resiliencia de las inversiones sostenibles en un 82% de los estudios es mayor ya que en momentos de caídas en los mercados estas acciones no sufren bajadas tan fuertes, pero que, en momentos de subidas en los mercados, las empresas con mejor calificación ESG muestran unos incrementos más contenidos.

Según otros análisis, al examinar un área específica de productos con horizontes temporales de medio a largo plazo las inversiones ASG presentan mejores resultados. La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) en su análisis de 2023 afirma, además, que “los fondos ASG siguieron siendo, por término medio, más baratos en 2021 en comparación con sus equivalentes no ASG y obtuvieron mejores resultados en términos netos”. En cuanto al rendimiento a tres años, afirma que “los OICVM ASG superaron en conjunto a los fondos no ASG (4,2 puntos porcentuales superior)”.

Por su parte Morningstar (2022 y 2023) reveló que, cuanto más largo es el horizonte de inversión, mayor es la rentabilidad de los fondos. “A lo largo de los periodos de tres, cinco y diez años, un inversor habría estado mejor con un fondo ASG que con la mayoría de sus homólogos convencionales. Por ejemplo, durante el periodo de cinco años hasta 2022, la tasa de éxito media ponderada de un fondo ASG en las categorías más populares ascendió al 56%, lo que sugiere que más de la mitad de los fondos ESG superaron a sus homólogos tradicionales no ESG”; “Durante el período de 10 años finalizado el 31 de diciembre de 2022, se considera que cerca del 60% de los fondos ASG supervivientes en las 12 categorías han batido a su par tradicional medio superviviente”. Además, el estudio concluyó que los fondos ASG tienen de media una mayor rentabilidad ajustada al riesgo y a los costes en relación con sus homólogos de categoría y que los fondos ASG tienen una mayor capacidad de generación de alfa a largo plazo.

En cuanto a los índices de sostenibilidad concluyen que de 2018 a 2022, a pesar de la caída brusca de 2022, el 78% (99/127) de los índices de sostenibilidad Morningstar con historiales de rentabilidad a cinco años batieron a sus equivalentes. Para el período de cinco años que finalizó en 2021, el 80% había superado a sus equivalentes.

El análisis de Morningstar también exploró el impacto de la duración en el rendimiento de los fondos de bonos ASG con duraciones más largas en 2022. En un contexto inflacionista como el de 2022, las estrategias con duraciones más largas son más sensibles a las variaciones de los tipos de interés y, por tanto, tienden a incurrir en mayores pérdidas. Los fondos ASG en las cuatro categorías de renta fija más populares de Morningstar tienen una mayor duración en comparación con los fondos tradicionales. Y eso les afectó en mayor medida debido al horizonte de inversión a largo plazo de los fondos de bonos ESG, considerando, por ejemplo, la emisión de bonos verdes para proyectos de infraestructuras.

En 2022, el rendimiento de los fondos ASG se resintió también debido a sus sesgos sectoriales. Por un lado, los fondos ASG tienden a estar infraponderados en empresas energéticas tradicionales y esto les ha perjudicado con la subida del precio de los combustibles fósiles como consecuencia de la guerra en Ucrania. Por

otro lado, estos fondos ASG tienden a sobreponderar el sector tecnológico, que también obtuvo malos resultados en el citado año. Mientras, sectores como el industrial y sanitario, en los que suelen invertir, obtuvieron rentabilidades negativas del 13% y el 8,3%, respectivamente.

Sin embargo, resulta relevante destacar que los fondos europeos ISR de renta fija han mostrado una gran resiliencia a las salidas netas de fondos durante los años 2023 y 2024, no registrando salidas netas de fondos en ningún trimestre. Además, cabe destacar que durante el último trimestre del 2023 y el primer trimestre del 2024 han registrado entradas netas superiores a las entradas netas experimentadas por los fondos no sostenibles. En el primer trimestre del 2024 tuvieron unas entradas de fondos un 75% superiores a las de los fondos no sostenibles (Morningstar). Algo similar sucede con los fondos de gestión pasiva. Este tipo de fondos no ha sufrido durante el 2023 y el primer trimestre del 2024 salidas netas de fondos. Dichas salidas se centraron exclusivamente en los fondos de gestión activa de renta variable.

En conclusión, la estructura de los fondos sostenibles tendrá exposiciones sectoriales que repercutirán en el rendimiento a corto plazo. Sin embargo, con un horizonte temporal de medio a largo plazo, las inversiones sostenibles siguen siendo competitivas en términos de rentabilidad. Así pues, este tipo de inversiones son apropiadas en la gestión de activos como los fondos de pensiones, las aseguradoras u otro tipo de inversores con un horizonte de inversión a medio y largo plazo.

4

La regulación específica de las obligaciones de sostenibilidad en los fondos de pensiones.

El regulador en España ha venido introduciendo obligaciones a medida que en Europa avanzaban las disposiciones regulatorias en materia de sostenibilidad.

Las obligaciones de sostenibilidad en el contexto de los planes de pensiones se han venido introduciendo de forma especial en los últimos años, incorporando obligaciones sobre divulgación e información a partícipes y beneficiarios sobre la política de implicación y la integración de criterios de sostenibilidad (ASG) en la gestión de riesgos y política de inversión. La tabla 6 presenta al final de este documento una cronología y esquema resumido de estas modificaciones.

Cabe destacar varios hitos: 1) en el año 2011, la ley de Economía Sostenible y la modificación en el año 2014 del consiguiente Reglamento, introdujo la cláusula de transparencia para la difusión por las comisiones de control y gestoras de la información sobre el uso de criterios ASG en la política de inversión de los fondos de pensiones. Este cambio fue trascendental porque la obligación de transparencia, al igual que había sucedido en otros países, impulsó el compromiso de las gestoras con políticas ASG; 2) en el año 2020, con la transposición de la Directiva (UE) 2016/2341 del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las actividades y la supervisión de los fondos de pensiones de empleo (IORP II), introdujo las obligaciones relativas a la Estrategia de Inversión a largo plazo; 3) en el año 2022, cuando la Ley 12/2022, de 30 de junio de regulación para el impulso de los planes de pensiones de empleo, introdujo las obligaciones de sostenibilidad para los fondos de pensiones de empleo de promoción pública, de manera que sus activos deberán ser invertidos exclusivamente en interés de las personas partícipes y beneficiarias tomando en cuenta la rentabilidad, el riesgo y el impacto social de las inversiones; y 4) el año 2023, cuando el RD 668/2023, de 18 de julio, introdujo nuevas modificaciones para adaptarse a la normativa sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (SFDR), debiendo encuadrarse los fondos de pensiones dentro de los artículos 8 o 9 de la SFDR según corresponda.

Artículo 8, SFDR: productos o vehículos de inversión que tienen en consideración la sostenibilidad en la toma de decisiones con el objetivo de promover características medioambientales y/o sociales y de gobernanza como pilar fundamental de su política de inversión.

Artículo 9 SFDR: productos o vehículos de inversión que tienen en consideración la sostenibilidad en la toma de decisiones en la que se fijan uno o varios objetivos específicos de inversión sostenible, e informan de cómo se alcanzan dichos objetivos.

Artículo 6 SFDR: aplica a todos los productos independientemente de que sean o no productos sostenibles. Las obligaciones de información del artículo 6 afectan, por tanto, también a los productos no sostenibles. Es decir, todos los productos deben informar en

qué medida tienen en cuenta los riesgos ASG en el proceso de toma de decisiones de inversión o bien explicar por qué el riesgo de sostenibilidad no es relevante.

La siguiente tabla resumen los hitos principales respecto a la incorporación de las obligaciones de sostenibilidad en el marco regulatorio de los planes y fondos de pensiones.

Tabla 6: **Evolución de las obligaciones de sostenibilidad en la regulación española de planes y fondos de pensiones.**

Disposición legislativa	Principales obligaciones introducidas
Año 2007	
Real Decreto 1684/2007, de 14 de diciembre (Art. 1.26)	Modifica el apartado 6 del artículo 69 del Reglamento: Dejar constancia en el Informe de Gestión Anual de la política con relación al ejercicio de los derechos políticos inherentes a las inversiones del fondo
Año 2011	
Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible (Disposición final trigésima primera).	Ordena el desarrollo reglamentario de las condiciones para la difusión de la información sobre el uso de criterios sociales medioambientales y de buen gobierno en la política de inversión de los fondos de pensiones.
Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social (Disposición final undécima)	Nuevo apartado 7 del artículo 14 de la Ley: <ul style="list-style-type: none"> • Mencionar si se tienen en consideración los riesgos extrafinancieros (éticos, sociales, medioambientales y del buen gobierno) en los fondos de pensiones de empleo. • Dejar constancia en el informe de gestión anual del fondo de pensiones de empleo de la política ejercida en relación con los criterios de inversión socialmente responsable
Año 2014	
Real Decreto 681/2014, de 1 de agosto (Art. 1.40)	Modifica apartado 5 del art. 69 del Reglamento: Recoger en la declaración comprensiva de los principios de la política de inversión y en el informe anual de gestión de los fondos de pensiones de empleo, los riesgos extrafinancieros, incluyendo los criterios éticos, sociales, medioambientales y de buen gobierno empleados.

Disposición legislativa	Principales obligaciones introducidas
Año 2020	
<p>Real Decreto-ley 3/2020 de 4 de febrero (Art. 212)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Nuevo apartado 9 en el artículo 16 de la Ley. Elaborar declaración de Estrategia de Inversión a largo plazo, a la cual se le dará suficiente publicidad. • Nuevo Art. 27 de la Ley: Implementar sistema de Gobierno que incluirá la consideración de los factores ambientales, sociales y de gobierno.
<p>Real Decreto 738/2020 de 4 de agosto (Art. 2).</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Apartado 3.2 del art. 23 del Reglamento: evaluación cualitativa de los riesgos ASG en la revisión financiero actuariall • Apartado 1 art. 34 del Reglamento: reforzar las obligaciones de información a partícipes y beneficiarios de planes de empleo • Apartado 8 del art. 69 del Reglamento: regula la obligación de desarrollar y poner en conocimiento del público una política de implicación en los fondos de pensiones de empleo • Nuevo art, 69 bis del Reglamento: obligación de publicidad relativa a la estrategia de inversión a largo plazo y a los acuerdos con los gestores de activos de los fondos de pensiones de empleo. • Nuevo apartado 4 art. 90 del Reglamento: en fondos de pensiones de empleo con contratos de gestión obligación del gestor de proporcionar al fondo la información periódica requerida en art. 69.8 sobre la política de implicación y art. 69) bis.
Año 2022	
<p>La Ley 12/2022, de 30 de junio, de regulación para el impulso de los planes de pensiones de empleo (Capítulo XI)</p>	<p>Incorpora obligaciones de sostenibilidad en los Fondos de pensiones de empleo de promoción pública (Art. 58 y 60 de la Ley):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Valorar los riesgos extrafinancieros y los criterios medioambientales, sociales y de buen gobierno corporativo. • Dejar constancia en el informe de gestión anual del fondo de pensiones de empleo, de la política ejercida en relación con los criterios de inversión socialmente responsable. Se tendrá como referencia los Objetivos de Desarrollo Sostenible y la taxonomía medioambiental y social contenida en Reglamento (UE) 2020/852.
Año 2023	
<p>Real Decreto 668/2023, de 18 de julio</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Apartado 4 del art. 69 del Reglamento: la declaración de la política de inversión deberá estar actualizada y a disposición de forma gratuita por medios electrónicos. • Apartado 5 art. 69 del Reglamento: introduce el concepto de "factores de sostenibilidad" en el apartado 5 del art. 69 para los fondos de pensiones de empleo, de acuerdo con la definición prevista en el artículo 2.24 de la SFDR. Sujeción de los fondos de pensiones de empleo a la SFDR, debiendo encuadrarse dentro de los artículos 8 o 9 según corresponda. • El informe anual de gestión del fondo de pensiones de empleo deberá incorporar el anexo de sostenibilidad correspondiente conforme a la SFDR. • Obligación de explicar las razones de la no consideración de los factores de sostenibilidad. • Obligaciones de sostenibilidad para los planes de pensiones personales • Se modifica el párrafo a) del artículo 81 quater: Evaluación interna cualitativa de riesgos de sostenibilidad en los fondos de pensiones de empleo. • Nuevo artículo 84 bis: se introducen límites y control de la imputación a los fondos de pensiones de gastos derivados de la gestión de fondos de pensiones por análisis de sostenibilidad.

Fuente: Esteban Sánchez, Pablo (2024) ISR 2 minutos. Evolución de las obligaciones de sostenibilidad en la regulación española de planes y fondos de pensiones https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2024/02/ISR-EN-2-min-Fondos-Pensiones-de-empleo_22-01_24-2.pdf

5

Conclusiones finales

El sector de seguros y reaseguros, debido a su experiencia inherente en gestión de riesgos, tienen una clara oportunidad y obligación social de liderar la lucha contra la crisis climática global y afrontar igualmente la gestión de los actuales riesgos y oportunidades de carácter medioambiental y social y su integración en la estrategia y modelo de negocio. Establecer una ambición a largo plazo que esté respaldada por compromisos tangibles a corto plazo es el primer paso correcto para expandir su relevancia más allá de la transferencia de riesgo y para tomar un rol activo en cambiar los resultados en una escala más amplia. Los aseguradores pueden trabajar con los clientes para adaptarse mejor al cambio climático mediante la inversión en infraestructuras más resilientes y cadenas de suministro y proporcionar asesoramiento para ayudar a los clientes a abordar los riesgos físicos y de transición. Sin embargo, un cambio significativo requerirá una acción colectiva a través de los sectores de la industria, incluyendo asociaciones público-privadas en las cuales los aseguradores pueden colaborar con reguladores, gobiernos locales y responsables de políticas para mitigar el riesgo climático. Este tipo de esfuerzo colaborativo puede tomar la forma de desarrollar modelos holísticos de riesgo de catástrofe, invertir en la recolección de datos y la investigación de adaptación al clima y fomentar políticas climáticas y marcos regulatorios coherentes y consistentes, entre otras iniciativas. Todo ello sin olvidar las oportunidades que las cuestiones y megatendencias sociales ofrecen en el ámbito, entre otros, de la salud y bienestar, vivienda social y la *silver economy*.

Asimismo, tanto los fondos de pensiones como las mutuas y compañías de seguros como inversores institucionales incorporan de forma especial la perspectiva de largo plazo y un especial deber fiduciario que incluye la gestión diligente de los riesgos y oportunidades de sostenibilidad. Es a ellos a quien especialmente, en su carácter de inversores universales, perjudica en el medio y largo plazo que las empresas externalicen sus costes sociales y medioambientales. Este tipo de inversores tienen un incentivo para practicar la inversión sostenible y responsable.

Teniendo en cuenta la dimensión del mercado de los activos de inversión sostenible y responsable que alcanza ya a más del 50% del total del mercado, estos inversores institucionales no pueden obviar integrar en sus decisiones de inversión los factores y riesgos de sostenibilidad para una adecuada diversificación de sus carteras e identificar nuevas oportunidades de inversión con objetivos sociales y medioambientales. No es extraño, por tanto, que sean ellos los que con mayor frecuencia declaran estar integrando estos factores en sus estrategias, modelos de negocio y políticas de inversión.

No se trata exclusivamente de afrontar el cumplimiento de las amplias obligaciones establecidas por los reguladores y supervisores, ya de por sí explícitas y cada vez más

relevantes, sino de gestionar diligentemente los riesgos y oportunidades que pueden tener un impacto en el negocio, y en el valor de los activos y pasivos de las compañías de seguros, los productos de inversión ligados a seguros y los fondos de pensiones o productos de ahorro previsional.

Integrar todo ello en los requisitos de diligencia es la única manera de preservar el cumplimiento del deber fiduciario de mutuas, compañías de seguros, reaseguros y fondos de pensiones y otras entidades de gestión de productos de ahorro previsional.

La innovación en el análisis y evaluación de los impactos internos y externos de los riesgos climáticos y su integración dentro de los riesgos financieros será un factor clave para capturar el valor y las oportunidades que la sostenibilidad ofrece en términos de negocio, resiliencia e impacto en clientes y comunidad donde se opera. También será un elemento crítico el desarrollo de productos de inversión y productos de seguro que integren los riesgos climáticos y se adapten mejor al cambio climático, a la vez que capturen las oportunidades de crecimiento y generación de valor que ofrece la sostenibilidad y las tendencias diversas que a medio y largo plazo marcarán las temáticas de inversión sostenible en las próximas décadas y que incorporan no solo cuestiones medioambientales, sino también oportunidades de inversión social y de impacto. La inversión sostenible estará marcada por las oportunidades en los ámbitos, entre otros, de las tecnologías limpias e inclusivas que respeten el medioambiente y preserven la biodiversidad, las nuevas infraestructuras más y mejor adaptadas al cambio climático, la salud y el bienestar y el acceso a servicios y necesidades básicas como la vivienda y los servicios y productos financieros para una sociedad más longeva y sensible a la sostenibilidad.

Bibliografía

Amargant, R y F. Gutiérrez del Arroyo (2022): "El efecto del cambio climático y la transición energética sobre el sector financiero y la reacción al desafío por parte de la UE", "Papeles de Energía" nº 16. FUNCAS.

Autoridad Macropprudencial Consejo de Estabilidad Financiera del sistema financiero español, AMCESFI (2023). Informe bienal de riesgos del cambio climático para el sistema financiero. https://dgsfp.mineco.gob.es/ca/Publicaciones/DocumentosPublicaciones/AMCESFI_Informe_Cambio_Climatico_2023.pdf

Cabello, B. y Elvira, O. (2022) "¿Invertir con criterios ESG afecta a la rentabilidad empresarial?". <https://production-cms.bsm.upf.edu/sites/default/files/inline-files/upf-bsm-triodos-invertir-criterios-esg-rentabilidad.pdf>

CBRE (2024). European Investor Intentions Survey. <https://mktgdocs.cbre.com/2299/b48e9cae-efe5-4141-880c-0aed494004ac-968465607/v032024/European%20Investor%20Intentions%20Survey%202024.pdf>

CBRE (2024). Tendencias CBRE en Living. https://img06.en25.com/Web/CBRERealEstateSA/%7Ba113c56a-8f08-4fde-b248-e6b78dcab2c9%7D_Tendencias_Living_CBRE_2024_Resumen_ejecutivo.pdf?utm_campaign=agradecimiento%20-%20Tendencias%20Living%20CBRE%202024&utm_medium=email&utm_source=Eloqua

DGSFP (2023) Prioridades de Supervisión 2023-2025. <https://dgsfp.mineco.gob.es/es/Documents/Prioridades%202023-2025%20V4.pdf>

Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 22 de octubre de 2014 por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos. L00001-00009.pdf (boe.es)

Directiva Delegada (UE) 2021/1270 de la Comisión de 21 de abril de 2021 por la que se modifica la Directiva 2010/43/UE en lo que atañe a los riesgos de sostenibilidad y los factores de sostenibilidad que deben tenerse en cuenta en relación con los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2021-81079>

Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican el Reglamento (UE) n.º 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas. <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2022-81871>

EIOPA (2019) EIOPA's Opinion on Sustainability within Solvency II (EIOPA-BoS-19/241), https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2019-12/2019-09-30_opinionsustainabilitywithinsolvencyii.pdf

EIOPA (2021) Opinion on the supervision of the use of climate change risk scenarios in ORSA https://www.eiopa.europa.eu/document/download/f984b53b-3549-49a4-9beb-7fe5057ecd94_en?filename=Opinion%20on%20climate%20change%20risk%20scenarios%20in%20ORSA.pdf

EIOPA (2022): "Application guidance on running climate change materiality assessment and using climate change scenarios in ORSA". https://www.eiopa.europa.eu/document/download/5a671bdb-ae7f-4c4f-ae31-00c70e640d27_en?filename=Application%20guidance%20on%20running%20climate%20change%20materiality%20assessment%20and%20using%20climate%20change%20scenarios%20in%20ORSA.pdf

EIOPA (2022a) "Integration of sustainability risk assessment in prudential regulation". https://www.eiopa.europa.eu/managing-sustainability-risks_en?prefLang=es&etrans=es

EIOPA (2022b) "Methodological principles of insurance stress testing - climate change component". https://www.eiopa.europa.eu/document/download/d244041a-8e2a-4363-ad48-2a4912f732e9_en?filename=Methodological%20Principles%20of%20Insurance%20Stress%20Testing%20-%20climate%20change%20component.pdf&prefLang=es

EIOPA (2022c) "Climate stress test for the occupational pensions sector 2022". https://www.eiopa.europa.eu/browse/financial-stability/occupational-pensions-stress-test/climate-stress-test-occupational-pensions-sector-2022_en

EIOPA (2023): "Final Single Programming Document 2024-2026 Including Annual Work Programme 2024". https://www.eiopa.europa.eu/document/download/73ad1211-1cbd-475f-883b-cbc864afb447_en?filename=EIOPA%20Final%20SPD%202024-2026.pdf

EIOPA (2023b) Impact Underwriting. Report on the "Implementation of Climate Related Adaptation Measures in Non-Life Underwriting Practices". https://www.eiopa.europa.eu/document/download/efdf31aa-e17f-41c8-8c94-c55d6ed2fc4d_en?filename=Impact%20underwriting%20-%20Report%20on%20the%20implementation%20of%20climate-related%20adaptation%20measures%20in%20non-life%20underwriting%20practices.pdf

EIOPA (2024) Financial Stability Report. https://www.eiopa.europa.eu/publications/financial-stability-report-june-2024_en

ESMA (2023) "Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2023": <https://tinyurl.com/swjx34p6> Annexes: <https://tinyurl.com/3arftp6r>

Global Impact Investing Network, GIIN (2024). 2023 GIIN Insight. "Impact Investing allocations, activity and performance". <file:///C:/Users/pablo/Downloads/2023-giinsight-%E2%80%93-impact-investing-allocations-activity-and-performance.pdf>

Giese, G., Nagy, Z., & Lee, L. -. (2021). "Deconstructing ESG ratings performance: Risk and return for E, S, and G by time horizon, sector, and weighting". *Journal of Portfolio Management*, 47(3), 95-111. doi:10.3905/JPM.2020.1.198

Global Sustainable Investment Review 2022. <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf>

"Green Bond Pricing in the Primary Market (H1 2023)". https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_pricing_h1_2023_01f.pdf <https://www.climatebonds.net/search/node/green%20bond%20pricing%20secondary%20market>

Hawley, J. P. and A. T. Williams: 2002, "Can Universal Owners Be Socially Responsible Investors?", P. Camejo (ed.), "The SRI Advantage: Why Socially Responsible Investing Has Outperformed Financially" (New Society Publishers, Gabriola Island, BC).

Hidalgo Pérez, A.I. 2020: "Impactos, vulnerabilidad y adaptación al cambio climático en la actividad aseguradora". Oficina Española de Cambio Climático. Ministerio para la Transición Ecológica y el Reto Demográfico, Madrid. https://www.miteco.gob.es/content/dam/miteco/es/cambio-climatico/temas/impactos-vulnerabilidad-y-adaptacion/informe_cc_activ_aseguradora_tcm30-517392.pdf

Ley francesa de Modernización de la Economía Social 2008-776. <https://www.wipo.int/wipolex/es/legislation/details/5611>

Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad. <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2018-17989>

Morningstar (2022) "¿Cómo se comportarán los fondos ESG europeos en 2022?" <https://tinyurl.com/2prsv6yz> Morningstar Direct. Morningstar Research. Data as of Diciembre 2022a. Based on 2,052 ESG funds and 5,911 traditional funds from the 17 categories shown above.

Morningstar (2023) "In a Period of Poor Performance for Sustainable Investments, Gender Equality and Renewable Energy Were Bright Spots". <https://tinyurl.com/mr3ew6jz>

Morningstar (2024): SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q1 2024 in Review. <https://www.morningstar.com/en-uk/lp/sfdr-article8-article9>

Network for Greening the Financial System NGFS (2019), "Un llamado a la acción. El cambio climático como fuente de riesgo financiero". https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/reporte-de-la-ngfs-una-llamada-a-la-accion_es_290719_0.pdf

Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441. <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>

Plataforma de Finanzas sostenibles (2024): A Compendium of Market Practices How the EU's Taxonomy and sustainable finance framework are helping financial and non-financial actors transition to net zero. January

PwC Insurance 2025 and Beyond (2022) <https://www.pwc.com/gx/en/financial-services/fs-2025/pwc-insurance2025.pdf>

Ramos-García, D., López-Martín, C., & Arguedas-Sanz, R. (2023). Climate transition risk in determining credit risk: evidence from firms listed on the STOXX Europe 600 Index. *Empirical Economics*, 65(5), 2091-2114. <https://doi.org/10.1007/s00181-023-02416-8>.

Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de noviembre de 2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros. eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R1286

Reglamento Delegado (UE) 2017/653 de la Comisión de 8 de marzo de 2017 por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación respecto a la presentación, el contenido, el examen y la revisión de los documentos de datos fundamentales y las condiciones para cumplir el requisito de suministro de dichos documentos. eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R0653

Reglamento Delegado (UE) 2021/1254 de la Comisión de 21 de abril de 2021 por el que se corrige el Reglamento Delegado (UE) 2017/565, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva. eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R1254

Reglamento Delegado (UE) 2021/1256 de la Comisión de 21 de abril de 2021 por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2015/35 en lo que respecta a la integración de los riesgos de sostenibilidad en la gobernanza de las empresas de seguros y reaseguros. <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2021-81065>

Reglamento Delegado (UE) 2021/1257 de la Comisión de 21 de abril de 2021 por el que se modifican los Reglamentos Delegados (UE) 2017/2358 y (UE) 2017/2359 en lo que respecta a la integración de los factores, los riesgos y las preferencias de sostenibilidad en los requisitos de control y gobernanza de los productos aplicables a las empresas de seguros y los distribuidores de seguros, y en las normas de conducta y de asesoramiento en materia de inversión relativas a los productos de inversión basados en seguros. <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2021-81066>

Reglamento Delegado (UE) 2021/2178 de la Comisión de 6 de julio de 2021 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo mediante la especificación del contenido y la presentación de la información que deben divulgar las empresas sujetas a los artículos 19 bis o 29 bis de la Directiva 2013/34/UE respecto a las actividades económicas sostenibles desde el punto de vista medioambiental, y la especificación de la metodología para cumplir con la obligación de divulgación de información. <eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R2178>

Spainsif (2023); La Inversión Sostenible y Responsable en España 2023 Estudio de mercado. [https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2023/10/Estudio de Mercado 2023 Spainsif.pdf](https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2023/10/Estudio_de_Mercado_2023_Spainsif.pdf)

Whelan, T., Atz, U., & Casey Clark, C. F. A. (2021). ESG and Financial Performance. Centre for Sustainable Business, NYU-Stern.

WWF (2023): Estudio sobre nuevos esquemas de financiación para la adaptación al cambio climático aplicables al sector asegurador español. https://www.wwf.es/nuestro_trabajo/clima_y_energia/finanzas_climaticas/inversiones_verdes/innovacion_financiera_en_adaptacion_al_cambio_climatico/

Instituto **santalucía**

www.institutosantalucia.es