

# La Sostenibilidad en los mercados financieros, un puzzle de mil piezas



**Jorge Urriza Arpal**

Especialista en Sostenibilidad.

## Resumen

El presente artículo examina la situación actual sobre el impacto de los criterios de inversión ASG en los mercados financieros, analizando el escenario actual de los mercados desde la perspectiva de la regulación, los principales drivers del mercado y las estrategias de inversión implementadas por los inversores. La lucha contra el cambio climático y un escenario regulatorio más estable se presentan como aspectos clave para la consecución de los objetivos de Sostenibilidad, donde la inversión privada tiene un papel crucial.

## Palabras Clave

Sostenibilidad, inversión sostenible, emisiones, cambio climático, ASG

## Un escenario en continuo movimiento

La Sostenibilidad se encuentra en la actualidad ante su momento más controvertido. Esta situación se produce al calor de las elecciones en más de medio mundo y el consecuente escenario político, especialmente en Estados Unidos, Reino Unido y Europa, poniendo de relieve la necesaria despolitización en esta materia.

Sin embargo, la Sostenibilidad avanza fuera de este huracán con la firmeza y el convencimiento de defender un modelo económico para el futuro que impulse la transición verde y justa.

El abandono o la reducción de la vinculación con la alianza Climate Action 100+ por parte de cuatro grandes entidades financieras estadounidenses, no responde a una cuestión negacionista de los riesgos climáticos, sino que se produce, según señala una de las entidades implicadas en su informe anual, por haberse convertido la Sostenibilidad en una cuestión política, aumentando sus riesgos reputacionales.

La inclusión de los criterios ASG (Ambientales, Sociales y de Gobernanza) en los procesos de toma de decisiones de inversión ha servido de estímulo para la medición de los riesgos extrafinancieros y los impactos negativos generados por las inversiones en todos los mercados financieros. En Europa, la entrada en vigor en marzo de 2021 de la normativa de

divulgación de los productos financieros (por sus siglas en inglés, SFDR)<sup>1</sup>, sirvió de impulso tanto a nivel entidad como a nivel producto con la estandarización información precontractual, periódica y web.

En el panorama global, el último *reporting* de UNPRI (por sus siglas en inglés, Union Nation Principle Responsible Investments), iniciativa más reconocida del sector, mostraba un aumento del 10% respecto al año anterior en el número de Signatarios, alcanzando los 5.391 actores involucrados<sup>2</sup>.

En el mercado español de fondos de inversión, a cierre de 2023, el volumen invertido bajo estos criterios, artículo 8 y artículo 9 SFDR, asciende a 118.256 millones de euros, un 34% del total del patrimonio invertido, de los que 115.235 millones de euros se encuentran en fondos que promocionan características medioambientales y/o sociales (art. 8)<sup>3</sup>.

En este escenario, la inversión sostenible muestra un crecimiento positivo en los últimos años. La COP28<sup>4</sup>, además de otros organismos e instituciones supranacionales, ha destacado la necesidad de acelerar la transición ante los insuficientes esfuerzos actuales por lograr el alineamiento con los Acuerdos de París de 2015.

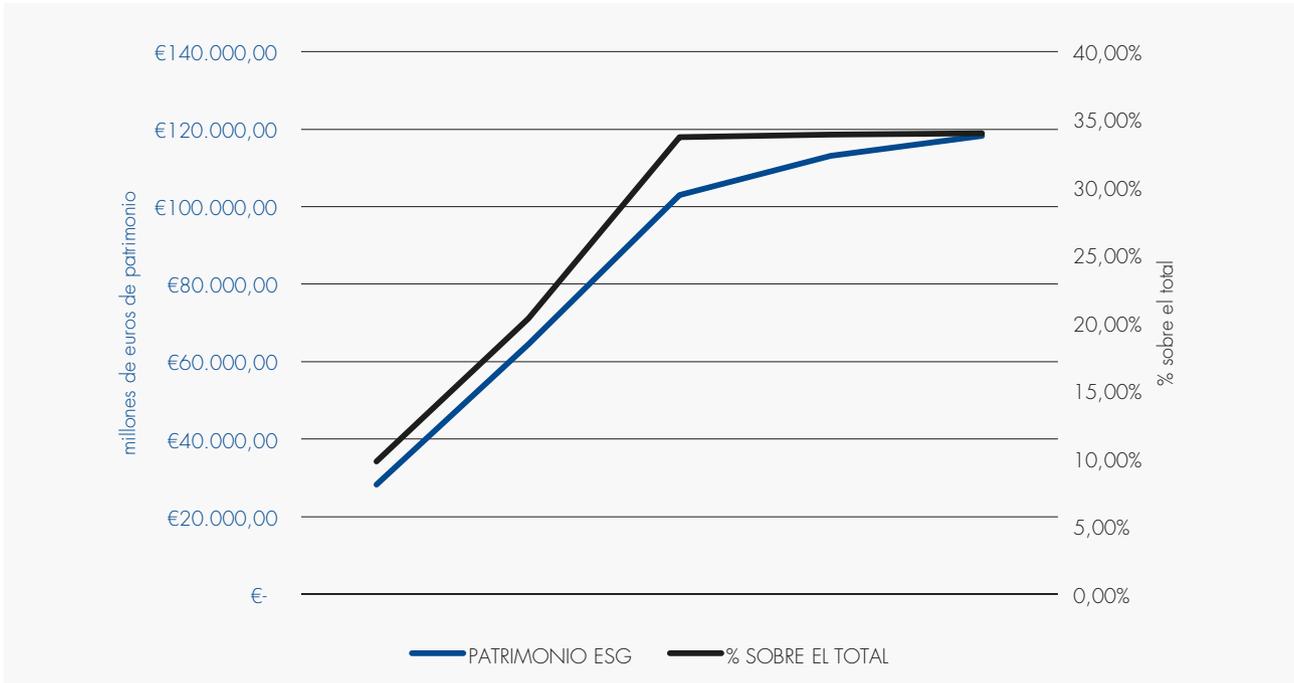
Para alcanzar los objetivos y metas planteadas es necesario, en primer lugar, la despolitización de la Sostenibilidad a través de marcos regulatorios estables que favorezcan el

<sup>1</sup> REGLAMENTO (UE) 2019/2088 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.

<sup>2</sup> 2022-23 Annual Report, UNPRI, pág. 21: [https://dwtyzx6upkls.cloudfront.net/Uploads/z/s/n/pri\\_ar2023\\_smaller\\_file\\_8875.pdf](https://dwtyzx6upkls.cloudfront.net/Uploads/z/s/n/pri_ar2023_smaller_file_8875.pdf).

<sup>3</sup> Fuente: Inverco.

<sup>4</sup> COP28 Presidency and IEA deliver call-to-action on accelerating the energy transition and keeping 1.5 degrees within reach, ahead of final landmark Dialogue at COP28: <https://www.cop28.com/en/news/2023/12/COP28-Presidency-and-IEA-deliver>



FUENTE: Elaboración propia con datos de Inverco.

desarrollo de las principales megatendencias de Sostenibilidad. Y, en segundo lugar, ante los esfuerzos de todas las compañías por incorporar los aspectos ASG, la inversión privada juega un papel fundamental.

### El impacto de los criterios ASG en los mercados financieros

Los mercados financieros han sido protagonistas de los avances realizados hasta la fecha en la transición a una economía verde y justa. En los últimos años, la normativa, las grandes tendencias y el desarrollo de las distintas estrategias de inversión han sido los principales motores del cambio.

#### a. La normativa europea en un mercado global

La normativa europea ha sido desde su lanzamiento en el año 2014 de NFRD<sup>5</sup> el modelo a seguir por el resto de las jurisdicciones en todo el planeta. Desde entonces, la actividad regulatoria ha sido y continúa siendo intensa, así como el desarrollo y mejora de marcos de *reporting* como TCFD (por sus siglas en inglés, Task Force on Climate-related Financial Disclosures), TNFD (por sus siglas en inglés Task Force on Nature-related Financial Disclosures) o los mundialmente conocidos GRI (por sus siglas en inglés, Global Reporting Initiative).

Desde la perspectiva de la divulgación de información extrafinanciera de las empresas, en 2025 verán la

<sup>5</sup> 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.

luz las primeras memorias de sostenibilidad bajo CSRD<sup>6</sup>. Gracias a esta normativa se espera lograr, no solo una mayor transparencia, sino, además, tener un impacto en la gestión; aumentando la implicación de la administración de las compañías en la gestión de los aspectos ASG.

En segundo lugar, la Taxonomía EU ha empezado a arrojar resultados tanto en el sector financiero, con el primer *reporting* del alineamiento a los objetivos de Mitigación y Adaptación al cambio climático; como en el no financiero, con la publicación de información sobre el alineamiento a los objetivos de Mitigación y Adaptación por segundo ejercicio, así como la elegibilidad a los otros cuatro objetivos en 2023.

En la actualidad, esta información presenta luces y sombras. La utilidad de la Taxonomía a la hora de tomar las decisiones de inversión puede resultar interesante para algunos sectores como el energético o el inmobiliario, con porcentajes atractivos de elegibilidad, mientras que otros, como el *retail* o sanidad, presentan porcentajes muy bajos de elegibilidad y alineamiento. En este contexto, el CAPEX, frente a los ingresos y el OPEX, se ha convertido en el indicador más relevante para medir la transformación de las empresas en el marco de la transición verde, ya que permite identificar la inversión llevada a cabo por las compañías frente a los riesgos físicos y de transición provocados por el cambio climático.

Además, a pesar del gran esfuerzo realizado por las compañías, existen actualmente discrepancias a la hora de cumplimentar las plantillas a las que obliga la Regulación, todo

ello sin tener en cuenta que las carteras diversificadas geográficamente muchas veces no disponen de dato sobre la totalidad de su cartera. Ante esta situación, la mayoría de los productos artículo 8 y artículo 9 según SFDR están reportando un alineamiento del 0% de sus inversiones<sup>7</sup>.

La SFDR puso en marcha al sector financiero en la inclusión de los riesgos de sostenibilidad y las principales incidencias adversas. A lo largo de 2023, fueron dos los procedimientos de consulta lanzados por el regulador: tratando cuestiones tan fundamentales como el concepto de inversión sostenible, el impulso a las finanzas de transición o la redefinición de las plantillas de la información de los fondos.

De esta forma observamos cómo los tres ejes principales de la normativa europea se encuentran todavía en evolución e incluso en revisión por parte del regulador, en lo que se espera sea el preámbulo de una etapa de asentamiento de la regulación en materia de Sostenibilidad.

En paralelo, la Unión Europea ha desarrollado otras normativas que tendrán su impacto en las inversiones futuras, como la Directiva de Due Diligence, MIFID II o, especialmente, los estándares de bonos verdes de la UE, aprobados a finales de 2023, pero que no son obligatorios hasta finales de 2024.

En el ámbito internacional, las distintas jurisdicciones continúan avanzando tras los pasos de la Unión Europea como marco de referencia. Más de cuarenta taxonomías medioambientales han comenzado a ver luz distribuidas por distintas geografías.

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q4 2023 in Review, Morningstar, pág. 33: <https://www.morningstar.com/en-uk/lp/sfdr-article8-article9>.

En cuanto al *reporting* empresarial, hemos visto como 2024 empieza con gran actividad, tras anunciar los tres principales mercados bursátiles chinos requisitos obligatorios de información de sostenibilidad para las empresas. El mercado americano también ha realizado nuevas actualizaciones con la publicación por parte de la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC) de las nuevas normas para la divulgación de información sobre cambio climático.

Así las cosas, en este escenario normativo de continuo cambio y adaptación para las empresas, los actores empiezan a demandar un marco más estable, que les permita realizar los cambios necesarios en sus estructuras y procesos. Los inversores se enfrentan a su vez al difícil reto de mejorar de la comparabilidad entre jurisdicciones, todo ello en aras de la mejora de la calidad del dato.

## **b. Los grandes drivers del mercado**

Cada vez son más las compañías que toman consciencia de las necesidades de impulsar la Sostenibilidad en su modelo de negocio. Los últimos análisis sobre los estados de información no financiera de las empresas del IBEX 35 revelan que el 57% de las compañías cuentan con consejeros expertos en Sostenibilidad y el 71% con un departamento dentro del organigrama de la compañía<sup>8</sup>. Estas y otras medidas como la aparición de la figura del Chief Sustainability Officer (CSO), encargado de alinear el modelo de negocio de la organización con su estrategia de sostenibilidad y ayudar a integrar esa estrategia<sup>9</sup>.

En clave internacional, son muchos los agentes que están trabajando en el impulso de la Sostenibilidad a todos los niveles de nuestra sociedad. Naciones Unidas, las sucesivas COP, Banco Mundial o el World Economic Forum, mantienen e incrementan la presencia de la Sostenibilidad en sus agendas, especialmente del cambio climático, principal protagonista junto con los riesgos tecnológicos encabezados por la Inteligencia Artificial.

Los resultados del *Global Risk Report 2024 del World Economic Forum*<sup>10</sup> muestran como los riesgos climáticos ocupan las primeras cuatro plazas de severidad en el largo plazo, en concreto, los eventos climáticos extremos, los cambios en el ecosistema, las pérdidas de biodiversidad y la escasez de recursos naturales.

Resulta llamativo que esta preocupación es más pronunciada en el caso de la población más joven, por debajo de los 30 años, como se puede apreciar en la infografía que muestra los riesgos considerados por cada grupo de edad en el corto plazo (*ver infografía página siguiente*).

En la pasada convención de la COP28<sup>11</sup>, se lanzaba el reto de incrementar la inversión en energías limpias y acelerar la transición a través de tres pilares fundamentales:

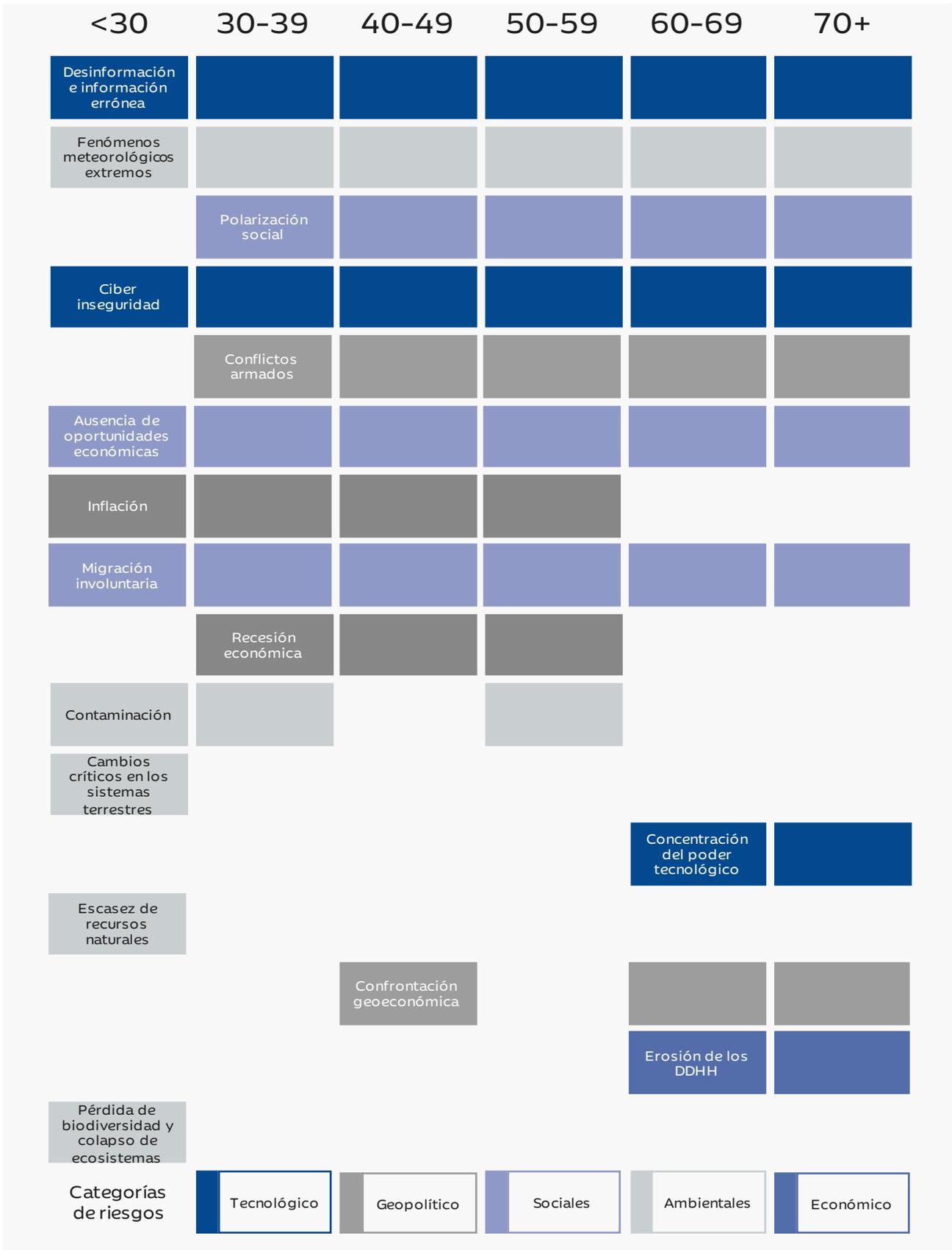
- Triplicar la capacidad instalada de energías renovables y doblar la tasa anual de mejora de eficiencia energética para 2030.
- Acelerar el desarrollo de tecnologías de transición.
- Acelerar los esfuerzos hacia una reducción gradual de la energía del carbón.

<sup>8</sup> VI Informe comparativo de los Estados de Información No Financiera (EINF) del IBEX35: [https://www.ey.com/es\\_es/rethinking-sustainability/vi-informe-comparativo-estados-informacion-no-financiera-einf-ibex35](https://www.ey.com/es_es/rethinking-sustainability/vi-informe-comparativo-estados-informacion-no-financiera-einf-ibex35).

<sup>9</sup> El futuro del Chief Sustainability Officer, Deloitte: <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/financial-services/articles/futuro-chief-sustainability-officer.html>.

<sup>10</sup> The Global Risk Report 2024, World Economic Forum: <https://www.weforum.org/publications/global-risks-report-2024/>.

<sup>11</sup> Conferencia de Naciones Unidas sobre Cambio Climático (COP28): <https://unfccc.int/es/news/el-acuerdo-de-la-cop28-senala-el-principio-del-fin-de-la-era-de-los-combustibles-fosiles>.



INFOGRAFÍA: Global Risk Report 2024 del World Economic Forum

En este escenario, el reto para el sistema financiero es de grandes dimensiones, tanto en su rol de inverso privado, como en el de facilitador de inversiones públicas.

Las inversiones en energía renovables han dejado de ser la única opción ante el reto de la transición y la descarbonización de la economía, gracias a la aparición de otras fuentes de combustibles como el hidrógeno verde o el biometano. La Agencia Internacional de Energía elaboraba una nueva hoja de ruta para las cero emisiones, tratando de limitar el calentamiento global a 1,5 grados. Para ello, señalaba la necesidad de aumentar la inversión en energías limpias en 4,5 billones de dólares por año hasta 2030<sup>12</sup>.

Para lograr estos objetivos tan ambiciosos, estamos obligados a seguir transformando los mercados financieros, evolucionando las estrategias de inversión tradicionales. 2023 ha sido un año marcado por el retorno de la renta fija casi olvidado desde 2008. Las inversiones de renta fija son fundamentales para la transformación del CAPEX de las compañías y la integración de las energías renovables y la eficiencia energética.

Según la OCDE, a finales de 2023, el saldo vivo de bonos sostenibles a nivel mundial alcanzó los 4,3 billones de dólares, frente a los 641.000

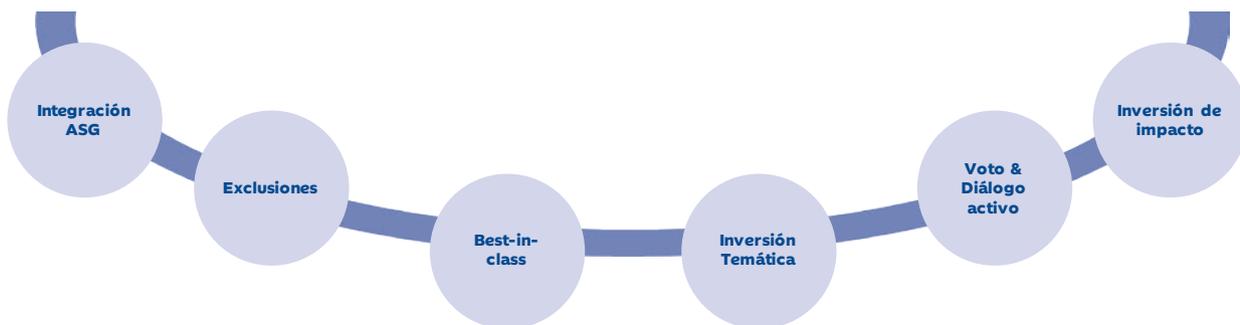
millones de dólares de solo cinco años antes. Europa ha sido la región más activa en el mercado de bonos sostenibles. De 2014 a 2023, el 45% del importe global emitido a través de bonos corporativos no financieros sostenibles fue captado por empresas europeas<sup>13</sup>.

**c. Las principales estrategias de inclusión de aspectos ASG en la toma de decisiones de inversión.**

La inclusión de los criterios ASG en la toma de decisiones de inversión se basa sobre tres pilares fundamentales, con mayor o menor presencia en función de las estrategias de inversión empleadas:

- a. Riesgos: entendidos como los impactos de los aspectos ASG en el valor de nuestras inversiones.
- b. Incidencias adversas: los impactos negativos de nuestras inversiones en el medioambiente y la sociedad en general.
- c. Contribuciones positivas: los impactos positivos de nuestras inversiones en el medioambiente y la sociedad, y en concreto a los objetivos a alcanzar para lograr la transición.

En este sentido, los aspectos ASG han sido incluidos en la toma de decisiones de inversión a través de las siguientes estrategias:



FUENTE: Elaboración propia.

<sup>12</sup> IEA: <https://www.weforum.org/agenda/2023/09/iea-clean-energy-investment-global-warming/>.

<sup>13</sup> Global Debt Report 2024: [https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/global-debt-report-2024\\_311c923b-en](https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/global-debt-report-2024_311c923b-en).

En el mercado financiero español, tal y como recoge Spainsif en su estudio de mercado 2023<sup>14</sup>, la estrategia de *engagement* y voto es la estrategia con mayor patrimonio bajo gestión, con un total de 146.553 millones de euros, el 54% de los activos ASG, gracias al aumento sufrido durante 2021 y 2022. La segunda estrategia más aplicada por los gestores de activo nacionales es la integración ASG, que fue la primera en 2021, y que en la actualidad son 79.025 millones de euros, un 29% de la cartera.

En lo que se refiere a la estrategia de exclusiones, que acostumbraba a ser la estrategia más popular en el sector, alcanza en la actualidad los 12.539 millones de euros, lo que supone un 5 % del total de activos ASG declarados por las entidades nacionales.

Estas estrategias están sirviendo en la actualidad para afrontar temáticas similares con distintas aproximaciones, siendo la lucha contra el cambio climático y la descarbonización la temática medioambiental más repetida, gracias a estrategias de screening positivo asociadas a las energías renovables o estrategias de *engagement* y voto ligadas a los planes de transición climática. En ámbito social, si bien existe una gran diversidad de temáticas, la defensa de los Derechos Humanos planea sobre todos ellos.

En la actualidad, según el informe de Morningstars<sup>15</sup> a diciembre de 2023, más del 16% de los fondos artículo 8 y artículo 9 según SFDR tenían un objetivo de reducción de emisiones de carbono<sup>14</sup>.

## Conclusiones

Los impactos de los aspectos ASG, y muy especialmente del cambio climático, en los mercados son cada vez más acusados. Resulta revelador el informe elaborado por el Instituto Swiss Ree<sup>15</sup>. Según este estudio, nuestras economías no están preparadas para afrontar el cambio climático lo cual supone un coste económico. Basado en cuatro peligros meteorológicos que ocasionan mayores pérdidas económicas (inundaciones, ciclones tropicales, tormentas invernales en Europa y tormentas convectivas severas), se estima que, en términos de impacto inmobiliario, estos peligros causan pérdidas económicas esperadas de 200.000 millones de dólares anuales y, si no se toman medidas, el mundo podría perder entre el 7 % y el 10 % del PIB a mediados de siglo.

Para facilitar las acciones necesarias, los investigadores apuntan al capital privado como la clave de la solución ante la necesidad de financiar 270 billones de dólares si se quiere alcanzar las cero emisiones en 2050. Resulta llamativo que en la actualidad menos del 2% de la financiación de medidas de adaptación proceden del sector privado, donde también el sector de los seguros debe implicarse, y la deuda sostenible antes mencionada apenas alcanza el 5%.

Desde la perspectiva de los inversores, a través del análisis comparado de las rentabilidades de MSCI Europe entre 2007 y 2022<sup>16</sup>, se puede observar como las carteras verdes han mostrado una menor volatilidad y por tanto menor riesgo que

<sup>14</sup> La inversión sostenible y responsable en España 2023, Spainsif: <https://www.spainsif.es/estudio-spainsif-2023/>.

<sup>15</sup> Changing climates: the heat is (still) on, Swiss Ree: <https://www.swissre.com/institute/research/topics-and-risk-dialogues/climate-and-natural-catastrophe-risk/changing-climates-heat-is-still-on.html>.

<sup>16</sup> Lucía, C. M., Universidad Pontificia de Comillas (2023). Measuring climate transition risk in the european equity market. <http://hdl.handle.net/11531/86540>.

las carteras marrones, por lo que los inversores pueden esperar rendimientos más bajos, si bien, aspectos como las tasas de interés, las tendencias de inversión y otros aspectos sectoriales hace que esta conclusión no sea tan clara. En el largo plazo, los inversores reconocen que las empresas con prácticas medioambientales sólidas tienen más probabilidades de ser sostenibles a largo plazo y están mejor posicionadas frente a los retos futuros.

En conclusión, la comunidad inversora tiene grandes retos para los próximos años. Unos retos que se presentan a su vez como grandes oportunidades para los inversores que crean en el nuevo modelo económico. El cambio climático es, por encima de otras temáticas, el principal punto en las agendas de legisladores, empresas y organismos internacionales y, como se ha podido observar, todos ellos esperan una importante contribución de los inversores privados.

### Ideas fuerza

Los criterios ASG están transformando los mercados financieros, impulsando la inversión sostenible y generando un cambio hacia una economía verde y justa, con el cambio climático como principal protagonista.

La despolitización de la sostenibilidad es crucial para avanzar en la adopción de medidas regulatorias estables que fomenten la integración de aspectos ASG en la toma de decisiones de inversión y permitan obtener resultados.

La inversión privada juega un papel fundamental en la financiación de medidas de adaptación al cambio climático, impulsando a las empresas con sólidas prácticas medioambientales con potencial de rendimiento a largo plazo.

**Jorge Urriza Arpal** (Zaragoza, 1996) es CESGA (EFFAS Certified ESG Analyst), graduado en Administración y Dirección de Empresas y Derecho por la Universidad de Zaragoza y desarrolla funciones de Sostenibilidad y promoción de la inversión sostenible en Ibercaja Gestión, habiendo desarrollado su carrera profesional en el sector financiero y de la Sostenibilidad.