



Antecedentes

El 14 de mayo de 2024, la ESMA publicó sus esperadas directrices sobre los nombres de los fondos de inversión que utilicen el término ASG o términos relacionados con la sostenibilidad. Se trata de una guía de supervisión cuyo objetivo es contribuir a canalizar con transparencia capitales hacia actividades económicas sostenibles y prevenir el *greenwashing*, en consonancia con los objetivos del marco regulatorio europeo para las finanzas que incorporan criterios ambientales, sociales y de gobernanza.

Una vez que la ESMA publicara el pasado 21 de agosto las traducciones oficiales en su página web de las directrices, ha comenzado el periodo de entrada en vigor de las directrices que se aplicarían:

- Para los nuevos fondos a partir de los tres meses de la fecha de publicación de su traducción oficial en la web de ESMA, es decir a partir del 21 de noviembre de 2024.

- Para los fondos existentes, a partir del 21 de mayo de 2025, seis meses más tarde de la fecha de aplicación a los nuevos fondos.

Su futura aplicación conllevará un impacto potencial relevante en el mercado de fondos, bien en posibles cambios en el uso de términos de sostenibilidad en los nombres o en posibles decisiones de desinversión o cambios en los criterios de inversión de los fondos que pudieran verse afectados. Spainsif remitió el pasado 30 de agosto a la CNMV una carta con un análisis de las implicaciones e impactos de las Directrices en el mercado español de fondos y renta fija (bonos sostenibles, bonos verdes) recogiendo las evidencias mostradas en un estudio de Clarity IA.

La CNMV publicó un comunicado el pasado 22 de octubre informando que a partir de las fechas arriba indicadas aplicará las Directrices a toda la documentación de los fondos y a las comunicaciones publicitarias dirigidas a inversores o posibles inversores en OICVM y FIA, incluso cuando se hayan creado como Fondo de Capital Riesgo Europeo (FCRE), Fondo de Emprendimiento Social Europeo (FESE), Fondo de Inversión a Largo Plazo Europeo (FILPE) y Fondo del Mercado Monetario (FMM).

Aspectos principales de las Directrices

Las nuevas directrices establecen que:

- 1) Sólo se podrán utilizar términos relacionados con "medioambiente", "impacto" y "sostenibilidad" en los nombres de los fondos cuando las empresas invertidas cumplan con los criterios de exclusiones aplicables a los índices de referencia alineados con París (PAB);
- 2) Y términos relacionados con "Transición", "Social" y "Gobernanza" cuando las empresas invertidas cumplan con los criterios de exclusiones de acuerdo con las reglas aplicables a los Benchmarks de Transición Climática (CTB).



3) Adicionalmente un mínimo del 80% de las inversiones deben cumplir con las características ambientales, sociales u objetivos declarados en la estrategia de inversión del Fondo.

4) Los fondos con términos relacionados con el "impacto" o la "transición" deben garantizar respectivamente que las inversiones se realizan con la intención de generar un impacto social o medioambiental positivo y medible junto con un rendimiento financiero, o que se encuentran en un camino claro y medible hacia la transición social o medioambiental.

5) Además, los fondos que utilicen el término "sostenible" en sus nombres tendrán que invertir "significativamente" en inversiones sostenibles según la definición de la SFDR. El supervisor de la UE no especifica una proporción mínima de la inversión de un fondo para que esta inversión se considere que está invirtiendo "significativamente". En un primer borrador del documento indicaba un mínimo del 50%, mientras que la versión final delega la tarea de interpretar la norma en cada una de las autoridades nacionales competentes.

El comunicado de la CNMV advierte que la aplicación práctica de estas pautas exigirá la concreción o clarificación a nivel europeo de algunas cuestiones, en particular, cuándo se considerará inversión "significativa" y la aplicación de los criterios de exclusión a los bonos verdes (con independencia de la clasificación de la actividad económica del emisor). Ambas cuestiones, de especial relevancia, se están abordando por ESMA y la CNMV está participando activamente en el debate con el objetivo de que queden aclaradas a la mayor brevedad.

Impacto potencial en el mercado de los fondos de inversión

La firma española CLARITY IA ha realizado un exhaustivo análisis del impacto en el mercado de fondos en España, obteniendo unas conclusiones alienadas con los resultados a nivel europeo de otras empresas especializadas como Morningstar y MSCI.

El análisis de CLARITY IA se centra en los fondos domiciliados en España, y la utilización de términos en español y en inglés relacionados con el medioambiente o el impacto (sin un término de transición en combinación). En el análisis realizado, 67 fondos domiciliados en España que utilizan en su nombre alguno de dichos términos. Esto representa el 7% de los 944 fondos del Artículo 6, 8 y 9 domiciliados en España (es decir, cuyo ISIN comienza con "ES"), lo que está en línea con la estimación de ESMA de que el 9.6% del total de fondos en la UE contienen términos capturados por las directrices (nota: ESMA también incluyó términos sociales, de gobernanza y de transición en su análisis, lo que explica el número ligeramente superior). De esos 67 fondos, el 4.5% pertenecen al Artículo 6, el 76% al Artículo 8 y el 19.5% al Artículo 9 bajo el Reglamento SFDR (en línea con ESMA).



Sobre los 67 fondos, han identificado que el 57% (38 en total) estaban expuestos al menos a una empresa que incumplía los criterios de exclusión de PAB. Esto está en línea con los resultados del análisis a nivel de la UE que arrojan que el 56% de los fondos observan algún incumplimiento de los criterios de exclusiones de PAB, incluyendo violaciones de las directrices OCDE y principios de UNGC.

A nivel europeo, el análisis realizado por Morningstar identifica alrededor de 4,300 fondos de la UE con términos relacionados con ESG o sostenibilidad en sus nombres, lo que supone aproximadamente un 15% del universo total de fondos abiertos y ETFs comercializados en la UE. Morningstar ha analizado los 2,500 fondos que presentaban suficientes datos sobre las tenencias de acciones, encontrando que más de 1,600 fondos estarían expuestos a al menos una acción que potencialmente incumple las reglas de exclusión de PAB y CTB. Esto representa un número significativo (alrededor de dos terceras partes) de fondos que podrían necesitar desinvertir en las acciones o cambiar su nombre. Si todos estos fondos mantuvieran sus nombres, podría llevar a desinversiones en acciones por un valor de hasta 40,000 millones de USD (valores de mercado al 28 de mayo 2024). Los fondos indexados encabezan la lista de fondos más afectados por las normas de exclusión, ya que suelen presentar carteras con un gran volumen (en términos de número de participaciones). Los sectores más afectados por las posibles desinversiones incluyen energía, industriales (ferrocarriles y defensa, por ejemplo) y materiales básicos. Los países más afectados serían EE. UU., Francia y China en términos de valor de mercado, y China, EE.UU. e India en términos de número de empresas.

El estudio de Morningstar refleja que, en el mejor de los casos, el 56% de los fondos europeos analizados con el término específico "sostenible" en sus nombres podrían mantener el término si el umbral mínimo para una asignación "significativa" a inversiones sostenibles, según se definen en la SFDR, se fijara en el 30%. El 44% restante tendría que aumentar su asignación a inversiones sostenibles, modificar su metodología de inversión sostenible o cambiar de nombre. En España, este porcentaje podría ser mayor, teniendo en cuenta los datos del informe *Tracker* de Spainsif de Fondos SFDR en España, donde alrededor del 15% de los fondos art. 8 declaran tener más del 30% de inversiones sostenibles.

MSCI también ha analizado el impacto de las nuevas normas a nivel europeo, concluyendo que aproximadamente el 32% del universo de fondos del Artículo 8 y 9 de la SFDR (un total de 4,790 fondos con EUR 2 billones en activos), podrían verse afectados por las directrices de la ESMA sobre la denominación de fondos debido al uso de terminología relacionada con la sostenibilidad. Específicamente, MSCI estima que el 25% de los fondos Artículo 8 y el 74% de los fondos Artículo 9 presentan nombres que podrían verse afectados por las nuevas directrices. Según los datos de MSCI, casi el 30% del universo de fondos del Artículo 8 y 9 podría enfrentar la elección entre desinvertir o cambiar su nombre.



Volviendo al análisis realizado por CLARITY IA del impacto en los fondos domiciliados en España, los resultados muestran que, si bien entre los afectados no se encuentran fondos expuestos a empresas con exposición al tabaco, existen incumplimientos relacionados con las demás exclusiones del PAB, muchos de ellos impulsados por la exposición a combustibles fósiles y combustibles de gas. Diez fondos estaban expuestos a solo una empresa en incumplimiento, si bien algunos estaban expuestos a hasta 26 y el número promedio de empresas es de más de 5.

En cuanto a la clasificación de los fondos por tipo genérico de activo, cabe destacar que:

- El 40% estaba invertido solo en acciones
- El 16% estaba invertido solo en renta fija
- El 45% estaba invertido en una mezcla de acciones y renta fija

Otros impactos potenciales a estudiar son:

- Impacto por el uso de Términos de Transición, Sociales y de Gobernanza respecto a incumplimientos de las exclusiones de los índices de referencia de la transición climática.
- Distintos escenarios de impacto según el nivel mínimo necesario de inversión sostenible según la definición de la SFDR que se considere como nivel de inversión "significativa" en inversiones sostenibles para el uso del término "sostenible" en el nombre de un Fondo.

Impacto potencial en el mercado de los bonos verdes

El bono verde es uno de los instrumentos protagonistas de la inversión y financiación sostenible, dado que responde a la trazabilidad y agilidad necesaria para canalizar capitales hacia objetivos ambientales de forma eficaz. El uso de los fondos recibe distintos tratamientos tanto en los marcos de aplicación voluntaria (el caso de ICMA o *Climate Bond Initiative*) como del regulador (el Estándar de Bono Verde Europeo) y es habitual en los mercados de capitales encontrar fondos de inversión que asignan activos a este tipo de instrumento financiero y simultáneamente hacen uso de la palabra verde en su denominación.

El estándar del bono verde europeo no aplica las exclusiones PAB para determinar la elegibilidad de los proyectos que pueden ser financiados en su uso de los fondos. En su lugar, aplica el criterio del uso de los fondos ("*use of proceeds*") para financiar proyectos y actividades alineados con los criterios técnicos de selección de la taxonomía medioambiental europea. Se considera por tanto que la alineación con la taxonomía habilita a utilizar en el nombre del bono emitido bajo estándar europeo, la palabra "verde".

De esta manera, las empresas pueden emitir bonos verdes para financiar proyectos de transición que supongan una inversión en CAPEX alineada con la taxonomía (e.g: energías renovables) a pesar de que su porcentaje de ingresos no llegue a cumplir con los criterios de exclusión del PAB, entre otros los siguientes:



- a) las empresas que obtengan el 10% o más de sus ingresos de la exploración, extracción, distribución o refinación de combustibles derivados del petróleo;
- b) las empresas que obtengan el 50% o más de sus ingresos de la exploración, extracción, fabricación o distribución de combustibles gaseosos;
- c) empresas que obtengan el 50% o más de sus ingresos de la generación de electricidad con una intensidad de GEI de más de 100 g CO₂e/kWh.

Esta situación es relevante al tenor de los últimos datos publicados por la Comisión Europea del porcentaje medio de la Inversión CAPEX en la Unión Europea alineada con la taxonomía:

- En 2023, alrededor de 600 empresas europeas declararon inversiones CAPEX en actividades relacionadas con la Taxonomía por valor de 191.000 millones de euros. En el 2024 (hasta el 6 de mayo), las empresas han declarado 249.000 millones de euros de inversión CAPEX alineada con la taxonomía. Esto suma un total de 440.000 millones de euros en 2023 y 2024 hasta la fecha (a 6 de mayo de 2024).
- España se sitúa en tercer lugar después de Alemania y Francia en el importe de inversiones CAPEX alineadas con la taxonomía durante el período 2022, 2023 y hasta el 26 de mayo del 2024.
- Por término medio, alrededor del 20% de las inversiones CAPEX de las empresas en Europa están alineadas con la Taxonomía. Este porcentaje se ha incrementado y se sitúa muy por encima del porcentaje medio de la alineación que presentan los ingresos de las empresas europeas.
- Destacan algunos sectores como el de *utilities*, especialmente en el subsector de productores de electricidad con porcentajes del 60% de inversión CAPEX alineada con la Taxonomía, muy superior al porcentaje medio de alineación de sus ingresos actuales. En esos casos se está invirtiendo cerca del 60% del CAPEX en planes de transición climática.

De acuerdo con el nuevo estándar de bono verde europeo, las inversiones en CAPEX alineadas con la taxonomía podrían ser financiadas el marco de los Bonos Verdes Europeos.

Las actuales exclusiones de los *benchmarks* PAB son ajenas esta situación, dado que su diseño responde a un fin distinto a su aplicación relativa al uso de terminología de sostenibilidad. El uso de los *benchmarks* PAB está principalmente orientado a canalizar capitales hacia empresas a la vanguardia de la transición ecológica, de forma rápida, a través de productos indexados. La aplicación de dichas exclusiones abre la puerta a la posibilidad de que un bono verde, incluso emitido bajo su estándar europeo, no pueda ser objeto de inversión por un fondo “sostenible” o “medioambiental”, cuando la regulación y los criterios técnicos selectivos de la Taxonomía le conceden la calificación de “verde”.



Si al impacto futuro en el bono verde europeo, se le sumara el impacto en los actuales bonos verdes emitidos bajo el marco de ICMA o de CBI, que aplican igualmente criterios del “uso de los fondos” a proyectos verdes no necesariamente alineados con la Taxonomía, un tercio de los bonos verdes podrían verse afectados, de acuerdo con distintos estudios y opiniones de expertos, lo que ha motivado que ICMA haya remitido también una carta a ESMA alertando del impacto en el mercado de bonos verdes.

Enlaces de interés

Nuevas directrices de ESMA [aquí](#)

Comunicado CNMV [aquí](#)

Carta de ICMA a ESMA [aquí](#)

Estudio Clarity IA [aquí](#)

Estudio Morning Star [aquí](#)

Estudio de MSCI [aquí](#)