

5.4. INFORMACIÓN Y FORMACIÓN DEL PÚBLICO

TERESA RODRÍGUEZ ARIAS

*Representante de la CNMV en la Sustainable Finance Network y la Sustainability Task Force de IOSCO
y en la Coordination Network on Sustainability de ESMA*

RESUMEN

Este artículo presenta algunas de las actividades desarrolladas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores como supervisor de los mercados de valores en España. En concreto, describe las actuaciones de la CNMV, en el ámbito nacional y como miembro de diversos grupos internacionales de trabajo, para dar a conocer los cambios legislativos y los nuevos productos que han aparecido como consecuencia de una nueva tendencia que integra consideraciones medioambientales, sociales y de buena gobernanza en la toma de decisiones de inversión, en respuesta a una creciente demanda por parte de los inversores. Se plantea también la necesidad de que el inversor cuente con información clara, veraz, comparable y accesible sobre estos nuevos productos que le ayude a tomar decisiones de inversión acordes con sus preferencias personales, lo cual plantea un reto importante puesto que, hasta el momento, solo contábamos con marcos internacionales de carácter voluntario que establecían criterios mínimos para algunos de estos productos. Si bien es necesario que las empresas y los emisores gocen de cierta flexibilidad en su actuación, en beneficio de la protección del inversor se impone la necesidad de contar con normas vinculantes que ofrezcan ciertas garantías y seguridad jurídica, lo cual se conseguirá con la aprobación del paquete de medidas legislativas que desarrollan el Plan de Acción de la Comisión Europea. En particular, las enmiendas planteadas en MiFID II integrarán los elementos de sostenibilidad en la gestión de riesgos, de conflictos de interés y en los requisitos organizativos de las empresas de servicios de inversión y, además, darán respuesta a la necesidad de tener en cuenta las preferencias sobre sostenibilidad de los clientes de estas empresas, así como la adecuación de su perfil inversor a las características de los produc-

tos ofrecidos. Así mismo, se espera que la Estrategia Renovada sobre Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea, sobre la que se abrió un procedimiento de consulta pública en abril de 2020, venga a reforzar y desarrollar un marco normativo apropiado que permita alcanzar los compromisos medioambientales que se ha fijado la Unión Europea.

INFORMACIÓN Y FORMACIÓN AL PÚBLICO

PAPEL DE LA CNMV EN LA INFORMACIÓN AL PÚBLICO

La promoción y el fortalecimiento de las finanzas sostenibles hacen precisa la formación y concienciación de la sociedad. En los últimos años venimos asistiendo a una mayor preocupación por el medio ambiente y los temas sociales por parte de la sociedad civil y este sentimiento ha llegado al mundo de las finanzas; así se ha multiplicado la oferta de productos financieros sostenibles, ejemplo de ello es el creciente número de emisiones de bonos verdes, bonos sociales, bonos sostenibles, fondos ASG (esto es, que toman en consideración factores ambientales, sociales y de gobernanza en sus inversiones), fondos verdes, etc. Esta oferta se ha incrementado, a raíz de la pandemia de la COVID-19, sobre todo en lo referente a productos financieros con objetivos o características sociales, como los *pandemic bonds*.

Esto responde a una demanda creciente de este tipo de productos por parte de **inversores institucionales**. Los datos y el análisis del estudio llevado a cabo por Eurosif en 2018¹, *European SRI Study 2018*, reflejan esta realidad: las estrategias de inversión basadas en la selección de criterios ASG de sociedades gestoras de activos aumentaron un 123% en 13 países de la UE en el periodo 2013-2017.

Sin embargo, en lo que respecta al **inversor minorista**, quizá no pueda afirmarse que sus conocimientos sobre la oferta existente de inversiones sostenibles sean equiparables a los de los inversores institucionales. Es ilustrativo el resultado de un estudio² realizado por el supervisor financiero alemán, *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin), en diciembre de 2018, dirigido a una población de 1000 inversores minoristas con el fin de analizar el grado de conocimiento de estos respecto de las finanzas sostenibles, así como sus preferencias por productos financieros sostenibles. En torno al 60% de los encuestados no estaban familiarizados con el concepto de finanzas sostenibles, el 38% apenas habían oído hablar de él y el 2% restante ni tan siquiera tenían conciencia de haber oído hablar de finanzas sostenibles. Los resultados del estudio pusieron de manifiesto además que existe una gran confusión sobre lo que es un producto sostenible, así el 22% de los encuestados consideran sostenibles las acciones de una empresa productora de algodón orgánico, independientemente de que esta utilice mano de obra infantil. En lo referente a las preferencias de los encuestados a la hora de invertir, el 62% manifestaron que podrían invertir en productos financieros sostenibles, el 54% que este tipo de productos es coherente con sus principios y valores personales y solo para uno de

¹ Eurosif, European SRI 2018 Study.

² Bafin, diciembre de 2019, How safe are sustainable investments?

cada seis la sostenibilidad no es importante. Si a las inversiones sostenibles se les añaden incentivos gubernamentales, las cifras cambian y, así, del 25% de los inversores que manifestaron no verse a sí mismos invirtiendo en estos productos se pasa a un 39% que sí lo haría si existiesen beneficios fiscales o subsidios.

Hay que tener presente que el desarrollo de las finanzas sostenibles es relativamente reciente y, por ello, es necesaria una labor de divulgación e información sobre estas nuevas modalidades de inversión al público en general. Ello facilitará el acceso de todos aquellos inversores que manifiesten preferencias de tipo medioambiental o social en el objeto de sus inversiones. Esta labor de difusión del conocimiento corresponde tanto al sector público como al privado y ya han comenzado a desarrollarse iniciativas en ambos ámbitos en forma de talleres, cursos, conferencias, mesas redondas y otros eventos de tipo divulgativo.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es consciente de la necesidad de informar a los inversores sobre este nuevo tipo de productos financieros, sus características y las condiciones de su comercialización, así como sobre los fines y objetivos a los que responden. Con este fin, en noviembre de 2019, la CNMV introdujo una nueva **sección en su página web dedicada a las finanzas sostenibles**.

El objetivo de esta sección es dar a conocer los conceptos básicos de la sostenibilidad en el ámbito financiero y el papel que está desarrollando la propia CNMV, tanto en su papel como supervisor del mercado de valores en España como en los distintos organismos internacionales a los que pertenece. En el ámbito internacional, la CNMV preside sendos grupos de trabajo de la *Sustainable Finance Network* y de la *Sustainability Task Force* de la *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* en la cual además detenta una de las vicepresidencias, preside la *Coordination Network on Sustainability* de la *European Securities Markets Authority (ESMA)* y participa activamente, como miembro de ESMA, en un grupo de trabajo sobre factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) del Comité Mixto de las Autoridades Europeas Supervisoras³, que está desarrollando los mandatos legislativos contenidos en el Reglamento 2019/2088 de divulgación de información sobre sostenibilidad en el sector de los servicios financieros⁴ (Reglamento de Divulgación) y en el Reglamento 2020/852 de la Taxonomía⁵ (Reglamento de la Taxonomía).

La página web además facilita el acceso a la normativa europea y española que regula las finanzas sostenibles, así como a otros enlaces de interés como, por ejemplo, el **Plan de Acción de la Comisión Europea para la financiación de un desarrollo sostenible** y los distintos desarrollos normativos que este entraña.

Así mismo, en la sección de su **página web sobre Educación Financiera**, la CNMV publicó una **infografía** en el mes de diciembre de 2019 en la que explica qué son las finanzas sostenibles.

³ El Comité Mixto está integrado por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés) y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés).

⁴ 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.

⁵ Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088

nibles de una forma clara y sencilla con la intención de llegar a todos los inversores interesados que pueden completar estas nociones básicas en la sección anteriormente mencionada.

La CNMV, además, celebró un **evento de carácter informativo** en octubre de 2020 para dar a conocer la actividad que este organismo desarrolla en el ámbito de las finanzas sostenibles, así como los cambios que la nueva legislación financiera traerá, en particular, el Reglamento de la Taxonomía, el Reglamento de Divulgación, la modificación de varios actos delegados de MiFID II, UCITS y AIFMD, los actos delegados del Reglamento de índices de referencia climáticos, etc. Esta labor de divulgación e información se enmarca dentro de la relación fluida que la CNMV pretende mantener con el sector con el fin de atender a sus necesidades, dentro del mandato legal que cumple, y así mismo, pretende dar a conocer la nueva legislación y obligaciones que las nuevas tendencias en los mercados han traído.

TRANSPARENCIA. OBLIGATORIEDAD Y VOLUNTARIEDAD. PREVENCIÓN DEL GREENWASHING O BLANQUEO ECOLÓGICO

OBLIGATORIEDAD Y VOLUNTARIEDAD

El Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores⁶ establece en su artículo 17 las funciones que le corresponden a la CNMV: velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines. Estas funciones son las que desarrolla la CNMV en todos los ámbitos de su competencia, incluido el de las finanzas sostenibles. En definitiva, el **papel de la CNMV respecto de las finanzas sostenibles** debe ser el de garantizar que la información que llega al público, en general, y al inversor, en particular, sea veraz, clara y accesible. En este sentido, la CNMV ha de velar por que la información que facilitan los gestores de fondos y de carteras, los asesores financieros y las sociedades cotizadas sea clara y veraz.

La CNMV ya está trabajando en la **supervisión de información sobre sostenibilidad** que publican determinadas empresas, en concreto en la supervisión del **estado de información no financiera** que debe incluir una descripción de las políticas de resultados y riesgos vinculados a temas sociales, medioambientales y de gobierno corporativo bien en su informe de gestión, bien en un documento separado que, en todo caso, se considera forma parte del informe de gestión. Más concretamente, el estado de información no financiera incluye información relativa a cuestiones medioambientales y sociales, al personal de la propia empresa, al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno, aparte de la existencia de políticas internas de diversidad, si la empresa contase con ellas. La CNMV viene realizando esta labor desde la entrada en vigor de la Ley 11/2018, de 28 de diciembre, de información no financiera y diversidad⁷ que, junto con

⁶ AyudaReal Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

⁷ 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

el Real Decreto-ley 18/2017⁸, vino a trasponer a nuestro ordenamiento la Directiva de información no financiera⁹ y a ampliar algunas de las obligaciones contenidas en esta.

Existe, pues, una obligación para muchas empresas de publicar información sobre sostenibilidad, pero tanto la **Directiva de información no financiera** como la **Ley 11/2018** otorgan una gran **flexibilidad** a las empresas a la hora de escoger el marco de referencia para preparar dicha información. La Directiva ofrece la posibilidad de acogerse a marcos nacionales, a marcos de la Unión, como el Sistema de Gestión y Auditoría Medioambientales (EMAS), o a “marcos internacionales, tales como el Pacto Mundial de las Naciones Unidas, los Principios Rectores sobre las empresas y los derechos humanos que ponen en práctica el marco de las Naciones Unidas para «proteger, respetar y remediar», las Líneas Directrices de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) para Empresas Multinacionales, la norma (ISO) 26000 de la Organización Internacional de Normalización, la Declaración tripartita de principios sobre las empresas multinacionales y la política social de la Organización Internacional del Trabajo, la Iniciativa Mundial de Presentación de Informes [de Sostenibilidad del GRI¹⁰], u otros marcos internacionales reconocidos”¹¹, marcos a los que la Ley española añade la norma (SA) 8000 de la Responsabilidad Social Internacional.

También de observancia voluntaria son las Directrices que complementan la obligación de publicar información no financiera: Las ***Directrices sobre la presentación de informes no financieros*** publicadas por la Comisión Europea en 2017, modificadas parcialmente por el ***Suplemento sobre la información relacionada con el clima***, publicado en junio de 2019. Ambos textos ofrecen pautas a las empresas obligadas por la Directiva de información no financiera en la preparación de la información no financiera, incluida la referente al clima, sin establecer obligaciones vinculantes.

El **carácter voluntario** de las Directrices, como instrumento de *soft law*, junto con la posibilidad que ofrece la ley española de acogerse a diversos marcos nacionales o internacionales que establecen diversos estándares y normas voluntarias para elaborar la información no financiera tiene la ventaja de ofrecer una gran **flexibilidad** a las personas jurídicas obligadas que, en función de su actividad económica o del sector al que pertenecen o incluso en función de su localización geográfica, pueden escoger los principios nacionales o internacionales que mejor se adapten a ellas. No obstante, a veces, la posibilidad de escoger entre un abanico tan amplio de estándares y principios obstaculiza la **comparabilidad** de la información publicada por las distintas empresas que es uno de los objetivos fundamentales de la normativa europea. Ello, en la práctica, puede dificultar

de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

⁸ Real Decreto-ley 18/2017, de 24 de noviembre, por el que se modifican 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.

⁹ Directiva 2014/95/UE del Parlamento 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 empresas y grupos.

¹⁰ Global Reporting Initiative.

¹¹ Véase el considerando 9 de la Directiva de información no financiera.

la labor de los inversores en su toma de decisiones a la hora de elegir un determinado producto o inversión puesto que quizá los parámetros seguidos por unas y otras empresas no sean los mismos, como tampoco las metodologías e indicadores utilizados en la elaboración de la información. Este problema se ve incrementado si salimos del espacio europeo puesto que existe una gran **fragmentación de los mercados** en lo que se refiere a la obligación de las empresas de informar sobre estas cuestiones, así como sobre conceptos básicos que apuntalan la obligación, como, por ejemplo, el **principio de materialidad**, cuyo significado y alcance puede variar entre jurisdicciones.

A pesar de todo lo anterior y del margen de mejora existente, se puede afirmar que en el ámbito europeo la información sobre sostenibilidad que publican las empresas obligadas por la normativa mencionada sí está a disposición de los mercados y de los inversores. No obstante, en lo que se refiere a los llamados productos financieros sostenibles, la situación es diferente.

PREVENCIÓN DEL BLANQUEO ECOLÓGICO Y DEL ESG-WASHING EN GENERAL

En la actualidad, ni en España ni en ninguno de los países de nuestro entorno contamos con una norma específica que establezca sanciones o defina el fenómeno denominado como **greenwashing** o **blanqueo ecológico**, esto es, la práctica de comercializar un producto calificándolo como verde cuando, en realidad, el destino de la inversión que subyace no es un objetivo que beneficie al medio ambiente o, si lo es, lo es en una cuantía tan mínima que no se debería comercializar como tal porque se está dando información falsa al inversor y, por ende, al mercado. El fenómeno se extiende también a productos sociales, en cuyo caso hablaríamos de *social-washing*, y en términos generales cuando afecta a todos los elementos de la sostenibilidad, es decir, factores ambientales, sociales y de buen gobierno, estaríamos ante casos de *ESG-washing*.

El **Reglamento de divulgación** a pesar de no establecer un régimen sancionador específico para el blanqueo ecológico o más genéricamente el *ESG-washing*, sí arroja cierta luz sobre los productos financieros sostenibles. Este Reglamento, en línea con el Plan de Acción de la Comisión Europea, ayuda a clarificar ciertas obligaciones de los inversores institucionales y los gestores de activos en relación con los factores de sostenibilidad.

El Reglamento tiene un *ámbito de aplicación* enormemente amplio ya que abarca actores y productos de los sectores de banca, seguros y pensiones y mercados de valores. En el ámbito de supervisión de la CNMV esta norma afecta, por un lado, a los denominados “**participantes en los mercados financieros**”, esto es, 1) a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios, de fondos de emprendimiento social europeo, de fondos de capital riesgo y de fondos de inversión alternativa y 2) a las empresas de servicios de inversión (incluidas las entidades de crédito) que presten servicios de gestión discrecional de carteras y a los **asesores financieros**, entendiendo por estos las entidades que presten servicios de asesoramiento en materia de inversión.

En lo referido a los mercados de valores, el Reglamento establece dos **categorías de**

productos financieros. En inglés, en términos coloquiales se podría decir que la primera categoría es la de los **productos light green**, esto es, aquellos productos financieros que, de acuerdo con lo previsto en el artículo 8 del Reglamento promuevan, entre otras, características medioambientales o sociales, o una combinación de ellas, siempre y cuando las empresas en las que se hace la inversión observen buenas prácticas de gobernanza. La segunda categoría estaría formada por los **productos dark green** que son, según el artículo 9, aquellos cuyo objetivo es una inversión sostenible; el propio Reglamento define en su artículo 2(17) la noción de inversiones sostenibles como las “inversiones en una actividad económica que contribuyan a un objetivo medioambiental, medido, por ejemplo a través de indicadores clave de eficiencia de recursos relativos al uso de la energía, de la energía renovable, consumo de materias primas, agua y suelo, producción de residuos y emisiones de gases de efecto invernadero e impacto sobre la biodiversidad y la economía circular o las inversiones en una actividad económica que contribuyan a un objetivo social y, en particular, toda inversión que contribuya a luchar contra la desigualdad, toda inversión que refuerce la cohesión social, la integración social y las relaciones laborales, o toda inversión en capital humano o en comunidades económica o socialmente desfavorecidas; siempre y cuando las inversiones no perjudiquen significativamente a ninguno de dichos objetivos y las empresas beneficiarias sigan prácticas de buena gobernanza, en particular en lo que respecta a que sus estructuras de gestión, relaciones con los asalariados y remuneración del personal pertinente sean sanas y cumplan las obligaciones tributarias”.

Los inversores institucionales, gestoras y asesores financieros que ofrezcan o comercialicen estos productos tendrán que cumplir, a partir de la entrada en vigor del Reglamento, con una serie de obligaciones que afectan a la **información precontractual, periódica** y la que se publique en su **página web**. Pero además se imponen otras obligaciones de divulgación de información sobre otros aspectos entre los que cabe destacar, por el aspecto novedoso de la norma: los **riesgos de sostenibilidad**, que han de entenderse como “todo acontecimiento o estado medioambiental, social o de gobernanza que, de ocurrir, pudiera surtir un efecto material negativo real o posible sobre el valor de la inversión” (artículo 2.22 del Reglamento) y las “**incidencias adversas a nivel de entidad**”, esto es, las incidencias del asesoramiento y de las decisiones de inversión que tengan efectos negativos sobre los factores de sostenibilidad¹².

El objetivo de este Reglamento de divulgación es proporcionar al inversor información clara, concisa y veraz sobre productos con objetivos sostenibles o que promocionen características ambientales y sociales, evitando así el denominado *ESG-washing*. Esto traerá como consecuencia: una mejora en la competitividad de los productos e inversiones financieras, un mayor grado de comparabilidad entre estos, más información sobre productos sostenibles y riesgos de sostenibilidad y mayor homogeneización y armonización en la Unión Europea en el ámbito de las inversiones sostenibles, lo que repercutirá en una disminución de la fragmentación del mercado que tenemos hoy en día y un incremento de la resiliencia de la economía real y la estabilidad del sistema financiero, según el tenor literal de los considerandos del propio texto.

¹² Véase el considerando 20 del Reglamento de divulgación.

Desde el punto de vista del supervisor, se espera que el Reglamento de divulgación tenga como efecto una mejora de la **transparencia de la información** y una **mayor protección del inversor**, que contará con una información más completa, clara y relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión.

En la actualidad, el Comité Mixto está redactando el proyecto de **normas técnicas regulatorias** que vienen a desarrollar algunos de los preceptos del Reglamento de acuerdo con los mandatos contenidos en el mismo. La CNMV participa en el grupo de trabajo que elabora este proyecto de reglamentos técnicos y vela para que el contenido de las obligaciones sea proporcional y adecuado conforme a lo ya establecido en el Reglamento.

Es preciso señalar que el **Reglamento de la Taxonomía** modifica de forma parcial el Reglamento de divulgación de información sobre sostenibilidad y está estrechamente ligado a él, en particular a lo referido a las características medioambientales de los productos *light green* y a las inversiones sostenibles medioambientales de los productos *dark green*. El texto actual del Reglamento de la Taxonomía no desarrolla el elemento social de los productos financieros sostenibles, aunque se espera que lo haga en un futuro ya que se ha concebido como un texto que tendrá que ser revisado de forma periódica para extender su ámbito de aplicación, clarificar el aspecto social de las finanzas sostenibles y dar respuestas a los cambios que puedan darse respecto del elemento medioambiental¹³.

De hecho, el Reglamento de la Taxonomía, aunque no proporciona una lista exhaustiva de actividades económicas que puedan considerarse como sostenibles, sí establece en su artículo 3 los siguientes criterios para considerar una actividad como sostenible desde el punto de vista medioambiental:

- contribuir de forma sustancial a algún objetivo medioambiental de los establecidos en el artículo 9 (mitigación o adaptación al cambio climático, uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos, transición a una economía circular, prevención y control de la contaminación y protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas),
- no perjudicar ninguno de dichos objetivos de forma significativa (*do no significant harm*),
- cumplir con las garantías mínimas de respeto a los derechos humanos, laborales y sociales conforme a lo establecido en el artículo 18
- y cumplir con los criterios técnicos de selección (*technical screening criteria*) que defina la Comisión.

En relación con estos criterios técnicos de selección, tal y como se prevé en el Reglamento, la Comisión Europea sometió a consulta pública el 20 de noviembre de 2020 un proyecto de acto delegado cuya principal referencia es el Informe del Grupo de Expertos Técnicos publicado en marzo de 2020; tras la consulta pública, la Comisión Europea elaborará la ver-

¹³ Véase el considerando 35 del Reglamento de la Taxonomía.

sión definitiva del acto delegado que se espera entre en vigor en enero de 2022. El proyecto de acto delegado establece los criterios técnicos de selección que ayudarán a determinar qué actividades económicas contribuyen a la adaptación o mitigación del cambio climático sin causar un daño significativo a los objetivos medioambientales recogidos en el artículo 9 del Reglamento de la Taxonomía. Este acto delegado, junto con las normas técnicas regulatorias que está desarrollando el Comité Mixto, vendrán a complementar el Reglamento de la Taxonomía. Los Estados Miembros también tendrán que participar en el desarrollo de la Taxonomía ya que son ellos quienes, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 22, establecerán un régimen sancionador que deberá ser efectivo, proporcionado y disuasorio.

A pesar de no contar en el momento actual con disposiciones legales específicas en nuestro ordenamiento que sancionen el *ESG-washing* en cualquiera de sus modalidades, en la Ley del Mercado de Valores, así como en otra normativa del mercado de valores específica (por ejemplo, de folletos de instituciones de inversión colectiva) sí que se dispone de distintos preceptos legales que prevén infracciones de distinto tipo para los casos en que se difunda información de carácter falso o engañoso al mercado. De hecho la CNMV examina la información de carácter precontractual que, con motivo de la comercialización de cualquier producto que haya de ser registrado y autorizado por ella, se vaya a facilitar a los inversores con el fin de que responda a las características y objetivos que publicita.

CASO DE ESTUDIO: INCLUSIÓN DE FACTORES AMBIENTALES, SOCIALES Y DE GOBERNANZA EN MIFID II

No solo son necesarias las labores de divulgación y formación para dar a conocer las finanzas sostenibles, también las herramientas legislativas son esenciales para dar paso a las nuevas tendencias que han surgido promovidas por la iniciativa privada.

En este sentido, hay que destacar una vez más el papel primordial del Plan de Acción de la Comisión Europea que plantea varias iniciativas de carácter legislativo, entre otras propuestas, que han de llevar a cabo distintos actores del ámbito financiero para garantizar la consecución de sus objetivos básicos, esto es, la reorientación de los flujos de capital hacia proyectos económicos sostenibles, la integración de la gestión de los riesgos derivados de la sostenibilidad y el fomento de la transparencia y el “largoplacismo” en la toma de decisiones de inversión.

Antecedentes: El mandato de la Comisión Europea respecto de la evaluación de idoneidad, la gobernanza de productos, los requisitos organizativos de las empresas de servicios de inversión, la gestión de riesgos de sostenibilidad y los conflictos de interés.

- 1) La Comisión Europea ha considerado cierta normativa como clave a la hora de integrar los factores de sostenibilidad en los mercados financieros. Así, en su Plan de Acción subrayó la importancia del paquete legislativo de la Directiva sobre

mercados de instrumentos financieros (MiFID II) en la regulación que hace del asesoramiento financiero prestado por las empresas de servicios de inversión. MiFID II obliga a que las empresas de servicios de inversión, antes de prestar este servicio, realicen una **evaluación de idoneidad** de sus clientes en la que se valoran los conocimientos y experiencia inversora previa, los objetivos de inversión y la situación financiera de estos con el fin de recomendarles los productos que mejor se ajusten a su situación personal. La misma obligación recae sobre las empresas que prestan servicios de gestión de carteras pues se entiende que el cliente delega en ellas la selección de productos, la toma de decisiones de inversión y la ejecución de las operaciones.

No obstante, considera la Comisión Europea, no siempre se valoran las preferencias que el cliente pueda tener por productos que financian inversiones que contribuyen a la preservación o mejora del medio ambiente o a objetivos sociales. Por este motivo y porque estas empresas pueden desarrollar un papel crucial en la reorientación de flujos de capital, estima la Comisión Europea que se debe preguntar sobre las preferencias de sus clientes respecto de factores ambientales, sociales y de gobernanza para tenerlas en cuenta a la hora de seleccionar los instrumentos financieros a recomendar.

Así, la Comisión Europea se comprometió a modificar los **actos delegados de MiFID II** (Reglamento Delegado 2017/565 relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y la Directiva Delegada (UE) 2017/593 sobre salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones de gobernanza de productos y las normas sobre la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios) para que se consideren en las evaluaciones de idoneidad las preferencias ASG que los clientes puedan tener. Una vez se hayan publicado dichos actos delegados, ESMA tendrá que modificar de forma acorde sus Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de MiFID II e incluir disposiciones sobre las preferencias de los clientes en materia de sostenibilidad, de acuerdo con la recomendación realizada por la Comisión Europea.

Es preciso mencionar que ESMA con carácter previo a este mandato y teniendo en cuenta la publicación del Plan de Acción de la Comisión Europea en marzo de 2018, ya había incluido en sus Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de MiFID II como una **buena práctica** por parte de las empresas de servicios de inversión el que se tuvieran en consideración factores no financieros (tales como los medioambientales, sociales y de gobernanza), a la hora de recabar información sobre los objetivos de inversión de sus clientes¹⁴.

- 2) En relación con **la gobernanza de productos**, la Comisión Europea considera que las condiciones que establecen los actos delegados de MIFID II para identi-

¹⁴ Véase el párrafo 28 de las Directrices.

ficar el mercado destinatario por parte de los productores y de las empresas de servicios de inversión que comercializan un producto financiero no tienen en cuenta de forma explícita la integración de los factores de sostenibilidad y, en consecuencia, encomendó también a ESMA la revisión de determinados preceptos del Reglamento Delegado 2017/2358 y de la Directiva Delegada 2017/593, teniendo en cuenta el enfoque seguido por las Directrices de ESMA sobre requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II que ya daba pautas sobre cómo integrar los factores de sostenibilidad en la identificación del mercado destinatario.

- 3) En lo referente a la integración de riesgos y elementos de sostenibilidad, en julio de 2018 ESMA y EIOPA recibieron un mandato de la Comisión Europea para que le asesorasen técnicamente, de forma coherente y concertada, sobre dicha integración en las siguientes normas: Directiva sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS, por sus siglas en inglés), Directiva de Solvencia II, Directiva de Distribución de Seguros, Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD, por sus siglas en inglés) y Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II, por sus siglas en inglés).

En lo que atañe a MiFID II, el mandato concreto se refería a la integración de factores y riesgos de sostenibilidad en las siguientes áreas: requisitos organizativos de los participantes en los mercados financieros y asesores financieros sujetos a MiFID II, gestión del riesgo, conflictos de interés y gobernanza de productos y proponía la revisión del Reglamento delegado de MiFID II 2017/565, la Directiva Delegada de MiFID II 2017/593 así como de las Directrices de ESMA relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II y las Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II.

Para dar cumplimiento a los mandatos de la Comisión, ESMA elaboró una serie de propuestas y publicó un documento de consulta en diciembre de 2018¹⁵ con el objeto de recabar información y reacciones de la industria y demás agentes del mercado a las propuestas realizadas. Asimismo, celebró una audiencia pública en febrero de 2019 dirigida a la industria para obtener información adicional.

En el documento de consulta ESMA incluyó varias preguntas y propuestas de modificaciones a los textos legales mencionados, así como otras preguntas relativas a la modificación de sus Directrices para tener en cuenta en las evaluaciones de idoneidad las preferencias de los clientes respecto de inversiones sostenibles y de sus Directrices sobre gobernanza de productos.

En la fecha de finalización del periodo de consulta, ESMA había recibido 69 respuestas (dos de ellas confidenciales), así como el asesoramiento del Grupo de partes interesadas del sector de valores y mercados (Securities and Markets Stakeholders Group, SMSG).

¹⁵ Consultation Paper On integrating sustainability risks and factors in MiFID II.

Del análisis de las respuestas recibidas, cabe destacar los siguientes comentarios de carácter general:

- 1) La mayoría de los participantes en la consulta pública se mostraron partidarios del enfoque de ESMA, en el sentido de no realizar propuestas de tipo prescriptivo y detallado, sino de proponer principios de carácter muy general para evitar impedimentos al desarrollo e innovación.
- 2) Fue generalizada la crítica de introducir modificaciones en la normativa existente sin contar con definiciones clave como la de los “riesgos de sostenibilidad” o “elementos de sostenibilidad”. También el SMSG se manifestó al respecto, lamentando esta ausencia de definiciones y etiquetas comunes en la Unión Europea y advirtiendo de que este hecho puede impedir la aplicación armonizada de un régimen común de finanzas sostenibles, lo cual, según el SMSG, no debe limitar la actividad de las empresas a la hora de integrar elementos de sostenibilidad en su actividad, así como en la gestión de sus riesgos, pero debe ser un elemento a tener en cuenta por reguladores y supervisores.

ESMA, sensible a esta crítica, se abstuvo en su asesoramiento a la Comisión Europea de proponer definiciones de conceptos legales novedosos para no crear diferencias entre distintos marcos normativos y, en su respuesta, hace referencia al Reglamento 2019/2088 sobre la divulgación de información de la sostenibilidad (que todavía estaba en fase de redacción en el momento de la consulta pública) que contiene varias definiciones clave. ESMA ha instado a la Comisión a hacer una revisión con el fin de garantizar la coherencia de conceptos y definiciones en las distintas normas que abordan las finanzas sostenibles.

- 3) Otra reacción común por parte de los participantes en la consulta es poner de manifiesto la necesidad de contar con una taxonomía común y prácticas generalizadas con carácter previo a cualquier reforma normativa. El SMSG también señaló las consecuencias negativas de no contar con una taxonomía común, entre las que cabe destacar el desarrollo de productos incorrectamente denominados “sostenibles” lo cual llevaría a la confusión de los inversores, la falta de claridad, la posibilidad de que se desarrollen enfoques múltiples que creen ambigüedad o una multiplicidad de etiquetas en las diferentes jurisdicciones europeas, así como la imposibilidad del desarrollo de productos paneuropeos con las consiguientes dificultades para su exportación a otros mercados.

ESMA, en su respuesta, considera que aunque este es un punto importante no está comprendido en el mandato que le otorgó la Comisión Europea por lo que proponer una solución al respecto no está a su alcance, pero se comprometió a tenerlo en cuenta en las futuras modificaciones a sus Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II.

- 4) El SMSG subrayó el hecho de que las finanzas sostenibles constituyen un área que está evolucionando y, por tanto, en cambio constante, por lo que sugirió que, al objeto de alcanzar la convergencia supervisora, se incluyese una cláusula de revisión de la legislación aplicable según sea necesario.

ESMA se mostró de acuerdo con esta propuesta y con la oportunidad de evaluar y revisar las futuras modificaciones que se introduzcan en los actos delegados de MiFID II cuando llegue el momento.

- 5) Un número considerable de partícipes en la consulta señaló la importancia de que el asesoramiento técnico sea coherente con los distintos textos legales analizados y de que se utilice la misma terminología en todos ellos.

ESMA, en su respuesta, manifestó haber tenido en cuenta este punto ya que trabajó en estrecha colaboración con EIOPA durante la redacción del documento de consulta para asegurarse de que exista coherencia entre las normas y conceptos de ambos sectores.

- 6) Los partícipes en el cuestionario manifestaron su preocupación por el calendario de implementación de las obligaciones que implicarán estos cambios legislativos. Algunos sugirieron que se les otorgue un periodo de 18 meses, mientras que otros solicitaron que las nuevas obligaciones no fuesen exigibles hasta la aplicación del Reglamento de Divulgación.

ESMA, sensible a esta demanda, solicitó a la Comisión Europea que la obligatoriedad efectiva de los requisitos referidos a criterios y riesgos de sostenibilidad se aplazara hasta la aplicación efectiva del mencionado Reglamento para dar suficiente tiempo a todos los sujetos afectados por la nueva legislación a adaptar sus procesos y organización interna.

- 7) Por último, es de señalar la advertencia del SMSG de tener en cuenta el principio de proporcionalidad al objeto de evitar que las pequeñas empresas incurran en costes excesivos por una aplicación demasiado rigurosa de la norma.

ESMA, aunque de acuerdo con el SMSG, considera que no es necesario añadir un considerando específico que recuerde el principio de proporcionalidad ya que este principio ya está presente en todas las Directivas revisadas.

El análisis de costes y beneficios realizado por ESMA para valorar las cargas que supondrían las modificaciones a los actos delegados de MiFID II fue, básicamente, de carácter cualitativo puesto que los datos cuantitativos obtenidos no se consideraron suficientemente representativos. ESMA concluyó que el monto de los costes de implementación de las reformas propuestas será de carácter limitado y que las ventajas de la nueva regulación compensarán los costes de forma significativa. La adopción de criterios armonizados respecto de los factores y riesgos de sostenibilidad por las empresas de servicios de inversión garantizará mayor claridad y un enfoque similar en la Unión Europea, lo que se espera redunde en que los inversores finales puedan beneficiarse de una información más veraz y comparable.

Tomando como referencia las respuestas obtenidas en el periodo de consulta, ESMA presentó sus recomendaciones técnicas a la Comisión el 30 de abril de 2019 (***Final Report: ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II***). El contenido de dichas recomendaciones se puede resumir en

las siguientes propuestas de modificaciones normativas que afectarían a las empresas de servicios de inversión:

- 1) Con relación a los **requisitos organizativos** generales que deben cumplir las empresas de servicios de inversión (artículo 21.1 del Reglamento Delegado de MiFID II 2017/565), ESMA propuso la inclusión de las consideraciones medioambientales, sociales y de gobernanza en este artículo de modo que las empresas de servicios de inversión las tengan en cuenta cuando presten servicios de inversión a sus clientes, sea apropiado y tomando en consideración el principio de proporcionalidad que ya estaba incluido en la versión original del Reglamento: “A la hora de cumplir los requisitos establecidos en el presente apartado, las empresas de servicios de inversión tendrán en cuenta la naturaleza, escala y complejidad de su negocio, así como la naturaleza y la gama de los servicios y actividades de inversión prestados en el curso de esa actividad.” El tenor literal de la modificación propuesta por ESMA era el siguiente: “*Where ESG considerations are relevant for the provision of investment services to clients, firms should take them into account when complying with the above requirements*”.

Se considera que la fórmula sugerida por ESMA otorga a las empresas obligadas cierto margen a la hora de decidir cómo integrar los factores ASG en su organización.

- 2) En lo referente a la **gestión del riesgo** (artículo 23 del Reglamento Delegado de MiFID II 2017/565), ESMA propuso la inclusión de los riesgos de sostenibilidad en este artículo (“*In doing so, investment firms shall take into account sustainability risks*”) con el fin de que las empresas de servicios de inversión tengan en cuenta los riesgos de sostenibilidad al establecer, aplicar y mantener políticas y procedimientos de gestión de riesgos.

Para clarificar el alcance de esta obligación, ESMA sugería incluir un nuevo considerando en el Reglamento Delegado de MiFID II 2017/565. El objetivo pretendido era aclarar que tanto la función de cumplimiento como la de auditoría interna de las empresas de servicios de inversión deberán gestionar los riesgos de sostenibilidad en el cumplimiento de sus obligaciones y los órganos de gestión, así como los órganos jerárquicos superiores de la empresa, deberán involucrarse en la gestión del riesgo de sostenibilidad. La propuesta de ESMA era la siguiente:

“*In order for investment firms to comply with their risk management obligations to take into account sustainability risks within their risk management policies and procedures, the investment firms’ compliance function, internal audit function, management body and senior management should also consider aspects related to sustainability risks in their respective duties*”.

- 3) Respecto de los **conflictos de interés**, ESMA propuso incluir un nuevo considerando, 59 bis, en el Reglamento Delegado de MiFID II 2017/565, cuya redacción sería la siguiente:

“*When identifying the types of conflicts of interest whose existence may damage the inte-*

rests of a client, investment firms should include those that may stem from the distribution of sustainable investments.

Firms should have in place appropriate arrangements to ensure that the inclusion of ESG considerations in the advisory process and portfolio management does not lead to mis-selling practices, including as an excuse to sell own-products or more costly ones, or to generate churning of clients' portfolios, or to misrepresent products or strategies as fulfilling ESG preferences where they do not."

Se persigue con esta modificación que las empresas de servicios de inversión cuenten con procedimientos adecuados que garanticen la integración de las consideraciones medioambientales, sociales y de gobernanza en la prestación de los servicios de asesoramiento financiero y gestión de carteras con el fin de evitar que las malas prácticas puedan menoscabar los intereses de los inversores.

- 4) En lo que concierne a la **gobernanza de productos** (artículos 9.9, 9.11, 9.14, 10.2 y 10.5 de la Directiva Delegada 2017/593), ESMA propuso la inclusión en estos preceptos de las siguientes frases: "*and ESG preferences (where relevant)*" y "*the financial instrument's ESG characteristics (where relevant) are consistent with the target market*", es decir, de las preferencias y características medioambientales, sociales y de gobernanza, cuando sea relevante. De este modo, cuando las empresas de servicios de inversión determinen cuáles son los mercados destinatarios de los instrumentos financieros a comercializar deben tener en cuenta las características mencionadas de estos, así como las preferencias medioambientales, sociales y de gobernanza de los potenciales clientes.

Tras tomar en consideración las recomendaciones efectuadas por ESMA, el 8 junio de 2020, la Comisión Europea sometió a consulta pública sendos proyectos de textos legales que pretenden la toma en consideración de los factores y riesgos de sostenibilidad por aquellas empresas de servicios de inversión que prestan asesoramiento y gestión discrecional de carteras.

El primero de estos textos¹⁶ supone la modificación de la Directiva Delegada 217/593 respecto de determinadas obligaciones que conciernen a la gobernanza de productos. Entre los aspectos más relevantes del texto propuesto, destaca la inclusión de la definición del concepto "preferencias ASG" que está íntimamente ligada al Reglamento de Divulgación ya que se consideran preferencias ASG las elecciones de los clientes o clientes potenciales de integrar en su estrategia de inversión y siempre conforme a las definiciones incluidas en el citado Reglamento: a) productos financieros cuyo objetivo es una inversión sostenible o b) productos financieros que promueven características sociales o medioambientales y que o bien, realicen, entre otras, inversiones sostenibles, o bien consideren, a fecha de 30 de diciembre de 2022, las incidencias adversas sobre los factores de sostenibilidad.

¹⁶ [Draft] Commission Delegated Directive (EU) .../...of XXX amending Delegated Directive (EU) 2017/593 as regards the integration of sustainability factors and preferences into the product governance obligations.

Además, el texto propuesto incluye una serie de obligaciones para los Estados Miembros que habrán de imponer requisitos de distinta naturaleza sobre las empresas de servicios de inversión para que estas definan de forma detallada su mercado objetivo para cada instrumento financiero; para que establezcan con claridad si los productos financieros cumplen con las necesidades, características y objetivos de su mercado objetivo (teniendo en cuenta el perfil de riesgo, los factores de sostenibilidad y el beneficio del cliente); para que revisen de forma periódica los productos financieros que ofrecen y los servicios que prestan, teniendo en cuenta los riesgos potenciales; y para que cuenten con procedimientos que aseguren que los productos financieros cumplen con las necesidades, características y objetivos del mercado objetivo al que se ofrecen.

El segundo, es la propuesta para modificar el Reglamento Delegado (EU) 2017/565 respecto de la integración de factores, riesgos y preferencias de sostenibilidad en los requisitos de organización y condiciones operativas de las empresas de servicios de inversión¹⁷.

Al igual que la propuesta para modificar la Directiva Delegada 217/593, este segundo texto incluye la definición del concepto “preferencias ASG” y respecto de las definiciones de factores y riesgos de sostenibilidad remite al Reglamento de Divulgación. El texto de la Comisión sigue la propuesta de ESMA y establece que las empresas de servicios de inversión tendrán que considerar los riesgos de sostenibilidad, es decir, “todo acontecimiento o estado medioambiental, social o de gobernanza que, de ocurrir, pudiera surtir un efecto material negativo real o posible sobre el valor de la inversión” y lo harán de forma proporcional, teniendo en cuenta la naturaleza, tamaño y complejidad de su negocio, así como la naturaleza y gama de los servicios de inversión y actividades llevadas a cabo en el desarrollo de su negocio. Para todo ello deberán establecer, implementar y mantener políticas para la identificación de estos riesgos. En lo relacionado con las políticas de conflictos de intereses, también las empresas de servicios de inversión tendrán que considerar las preferencias de sostenibilidad de los clientes e informar a estos si sus preferencias ASG se pudieran ver perjudicadas por cualquier conflicto de interés.

Una vez se publiquen estos actos delegados por parte de la Comisión Europea (lo cual se espera que tenga lugar en el primer trimestre de 2021), ESMA procederá a incluir las oportunas modificaciones en sus Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II y Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II.

Las modificaciones propuestas permitirán, por un lado, una mejor adecuación de la prestación del servicio de asesoramiento al cliente financiero puesto que este tendrá la ocasión de informar sobre sus preferencias sociales, medioambientales y de

¹⁷ [Draft] Commission Delegated Regulation (EU) .../...of XXX amending Delegated Regulation (EU) 2017/565 as regards the integration of Environmental, Social and Governance (ESG) considerations and preferences into the investment advice and portfolio management.

gobernanza, si es que las tiene, a la hora de invertir, y, por otro, facilitará la difusión y comercialización de productos financieros sostenibles entre el público minorista, puesto que las empresas de servicios de inversión tendrán que tener en cuenta en el proceso de selección de productos sobre los que asesoran que estos incorporan factores ASG si esa es la preferencia del mercado destinatario. Se cumplirá así con lo que dispone MiFID II respecto de la obligación de las empresas de servicios de inversión que, cuando prestan servicios de asesoramiento financiero, deben ofrecer productos idóneos, que respondan a las necesidades de sus clientes e informar a estos de ello, prestando atención a las preferencias ASG que dichos clientes hubieran expresado.

Al introducir estas preferencias en la evaluación de idoneidad se generalizará la práctica de tener en consideración estas preferencias y se difundirá el conocimiento de la existencia de los productos financieros que cuentan con estas características de forma generalizada y estandarizada. Se satisfarán así las preferencias de aquellos inversores que deseen invertir en productos e inversiones financieras con un marcado carácter social o ambiental.

CONCLUSIÓN:

La CNMV es consciente de que las modificaciones que introducirán las reformas específicas propuestas en MiFID II y, con carácter general, otras modificaciones legislativas (como las propuestas para las Directivas AIFMD y UCITS, o las ya introducidas por el Reglamento de divulgación de información sobre sostenibilidad, el Reglamento de Taxonomía y el modificado Reglamento de índices de referencia) afectarán de forma importante al sector financiero español.

En algunos casos, como en el de las obligaciones prescritas por el Reglamento de divulgación, los sujetos obligados en el mercado español son, en su gran mayoría, gestoras de fondos de mediano y pequeño tamaño y, por tanto, la CNMV, comprometida con el fomento de la competitividad del sector español (tal cual se establece también en sus Líneas Estratégicas para 2019 y 2020), velará por la aplicación proporcional y adecuada de la norma sin que ello sea óbice para que la información que llegue al inversor final que desea invertir en productos sostenibles sea clara, de calidad, veraz, concisa, y a la vez, suficiente para ayudarle en su toma de decisión de inversiones.

Así mismo, la CNMV seguirá desarrollando esfuerzos para que el inversor cuente con toda la información necesaria en la toma de decisiones de inversión y para dar a conocer la nueva normativa.

Las finanzas sostenibles son ya una realidad; ejemplo de ello es la cifra de fondos registrados a finales de 2020 en la CNMV que presentan características que responden a los principios de inversión responsable que fijaba INVERCO en su Circular de 2014¹⁸: más de

¹⁸ Circular sobre la aplicación de criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva (IIC).

70. Esta cifra todavía está lejos de las existentes en otros países europeos. Lo cierto es que queda mucho camino por recorrer y trabajo por hacer. Por un lado, es necesario seguir dando a conocer los esfuerzos que, en el campo de las finanzas sostenibles, están desarrollando tanto la iniciativa privada como el sector público. Por otro, es preciso garantizar que el inversor tenga a su disposición información clara, transparente y veraz que le ayude a tomar decisiones de inversión informadas y productos que satisfagan sus preferencias. La nueva normativa europea desarrollada en el marco del Plan de Acción de la Comisión vendrá a sentar las bases de un sistema financiero en el que la sostenibilidad tendrá un protagonismo acorde con los compromisos internacionales adquiridos por la Unión Europea, como la Agenda 2030 de Naciones Unidas o el Acuerdo de París para la lucha contra el cambio climático.

Artículo redactado en diciembre de 2019 y revisado en febrero y diciembre de 2020.