

2.3. LOS REGULADORES Y SUPERVISORES

2.3.2. *PUNTO DE VISTA DEL SUPERVISOR DEL MERCADO DE VALORES*

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 describe el papel y las actividades desarrolladas por la Comisión Nacional de los Mercados de Valores como supervisor de los mercados de valores en el ámbito de sus competencias: supervisión de la información no financiera publicada en el informe de gestión por la empresas obligadas, autorización y registro de instituciones de inversión colectiva “sostenibles”, propuestas de adaptación de ciertas recomendaciones del código de buen gobierno para mejorar la transparencia de la información sobre sostenibilidad, inserción en la página web de una sección específica dedicada a la sostenibilidad financiera, su labor en el ámbito internacional como miembro de ESMA e IOSCO y las distintas medidas internas adoptadas en su sede, incluida la creación de un comité específico dedicado a las finanzas sostenibles. La segunda parte del artículo describe el papel jugado por ESMA en el desarrollo e implementación del Plan de Acción de la Comisión Europea: los estudios y propuestas realizadas para integrar los factores de sostenibilidad en MiFID II, UCITS y AIFMD; la reforma de sus Directrices sobre Agencias de Calificación Crediticia; la creación de un grupo de sostenibilidad dedicado exclusivamente a la coordinación de los distintos grupos y comités permanentes de ESMA y de sus miembros que, entre otras tareas, ha centralizado la redacción de un Informe sobre presiones cortoplacistas en los mercados; las propuestas y la asunción del liderazgo de un grupo de trabajo del Comité Mixto para desarrollar las normas técnicas de regulación del Reglamento 2019/2088 de

divulgación de información no financiera y del Reglamento 2020/852 de la Taxonomía; así como diversas tareas para garantizar la armonización de la información no financiera en la UE y normas contables.

SUPERVISOR DEL MERCADO DE VALORES: LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV)

Entre los cometidos de la CNMV está el prestar atención a las nuevas tendencias y prácticas que se desarrollan en los mercados, por ello y ante la creciente atención y presencia de la sostenibilidad en el sector financiero, la CNMV incluyó la sostenibilidad como un punto de especial atención dentro de sus **Líneas Estratégicas para el período 2019-2020**, haciéndose eco de la importancia y el relieve que en el entorno europeo han tomado los factores ambientales sociales y de gobernanza tras la publicación del Plan de Acción de la Comisión Europea (CE) para financiar un crecimiento sostenible (en adelante, Plan de Acción).

La CNMV ya reconocía, en su **Plan de Actividades 2019**, que para que un mercado resulte atractivo debe ser capaz de adaptarse con rapidez a las nuevas tendencias. Por ello, la CNMV, comprometida con el fomento de la competitividad y el fortalecimiento del mercado español, está trabajando, en el ámbito de sus competencias, para favorecer el desarrollo de las mejores prácticas en materia de responsabilidad social empresarial y gobierno corporativo y las evaluaciones de riesgos de sostenibilidad a más largo plazo.

En el Plan de Actividades 2020 se destaca también la relevancia que ha adquirido todo lo relacionado con la sostenibilidad como forma de creación de valor a corto y largo plazo y cómo esta afecta a todos los participantes en los mercados: a los inversores, que demandan de forma creciente información de calidad sobre aspectos medioambientales, sociales y de gobernanza, a los emisores de valores que ya publican información sobre sostenibilidad en sus informes de gestión y a los intermediarios, en sus diferentes funciones de intermediación en los mercados. En el Plan de Actividades 2020, se subraya la función que la CNMV debe cumplir en este entorno como entidad supervisora, que es la de velar y contribuir decisivamente a que los inversores puedan acceder a esta información y a que esta sea clara, suficiente y de calidad, todo ello en un contexto en el que está surgiendo un nuevo marco normativo europeo que implementa los distintos puntos del Plan de Acción.

Continuando con estos esfuerzos y, sin perjuicio de que se lleven a cabo actuaciones concretas adicionales, la nueva presidencia de la CNMV ha señalado la sostenibilidad como uno de los ejes principales de la actividad de la institución en los próximos años.

A continuación se describen la principales líneas de actuación que hasta ahora viene desarrollando la CNMV en el ámbito de las finanzas sostenibles: la supervisión de la información no financiera publicada por ciertas empresas en su informe de gestión, la actualización del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2015, la autorización, registro y supervisión de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) sostenibles, el trabajo realizado en el entorno internacional, la nueva sección de la página web de

la institución sobre finanzas sostenibles y otras actividades llevadas a cabo en el ámbito interno de la propia CNMV.

SUPERVISIÓN DE LOS ESTADOS DE INFORMACIÓN NO FINANCIERA: NORMATIVA APLICABLE Y LABOR SUPERVISORA DE LA CNMV

NORMATIVA APLICABLE

El **Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores**¹, en su artículo 122.2 encomienda a la CNMV la comprobación de que la información periódica regulada se haya elaborado de conformidad con la normativa aplicable.

El marco jurídico que regula la obligación de publicar información no financiera, su contenido y el ámbito de aplicación subjetivo se encuentra disperso en varias normas, entre las que hay que mencionar, en primer lugar, la **Directiva 2014/95/UE de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos**² (Directiva de información no financiera, en adelante), que responde a la necesidad de aumentar la transparencia de la información social y medioambiental facilitada por las empresas de todos los sectores de forma detallada y similar en todos los Estados miembros.

La Directiva de información no financiera establece la obligación para algunas grandes empresas de preparar un estado no financiero que contenga información relativa a cuestiones medioambientales y sociales, así como relativas al personal, al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno, con el fin de mejorar la coherencia y la comparabilidad de la información no financiera divulgada en la Unión Europea. El estado de información no financiera debe incluir una descripción de las políticas, resultados y riesgos vinculados a esas cuestiones y formará parte del informe de gestión de la empresa de que se trate. El estado no financiero debe asimismo incluir información sobre los procedimientos de diligencia debida aplicados por la empresa, también en relación con sus cadenas de suministro y subcontratación, cuando sea pertinente y proporcionado, con el fin de detectar, prevenir y atenuar los efectos adversos existentes y potenciales.

En relación con las cuestiones medioambientales, dispone esta Directiva que el estado de información no financiera incluirá información detallada sobre los efectos actuales y previsibles de las actividades de la empresa en el medio ambiente y, en su caso, la salud y la seguridad, el uso de energía renovable y/o no renovable, las emisiones de gases de efecto invernadero, el consumo de agua y la contaminación atmosférica. Por lo que respecta a las cuestiones sociales y relativas al personal, la información facilitada en el estado

¹ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores .

² 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.

puede hacer referencia a las medidas adoptadas para garantizar la igualdad de género, la aplicación de convenios fundamentales de la Organización Internacional del Trabajo, las condiciones de trabajo, el diálogo social, el respeto del derecho de los trabajadores a ser informados y consultados, el respeto de los derechos sindicales, la salud y seguridad en el lugar de trabajo, el diálogo con las comunidades locales, y/o las medidas adoptadas para garantizar la protección y el desarrollo de esas comunidades. En lo referente a los derechos humanos, a la lucha contra la corrupción y al soborno, el estado no financiero podría incluir información sobre la prevención de las violaciones de los derechos humanos y/o sobre los instrumentos existentes para luchar contra la corrupción y el soborno.

Además, las empresas sujetas a la Directiva deben facilitar información adecuada sobre aquellos aspectos respecto de los que existen más probabilidades de que se materialicen los principales riesgos de efectos graves, junto con los aspectos respecto de los que dichos riesgos ya se han materializado.

En materia de diversidad, la Directiva obliga a algunas grandes empresas a divulgar, como parte de la declaración sobre gobernanza empresarial, las políticas de diversidad que aplican a sus órganos de administración, dirección y supervisión con respecto a cuestiones como, por ejemplo, la edad, el género o la formación y experiencia profesionales. En caso de no contar con una política de diversidad, la declaración sobre gobernanza empresarial ha de explicar claramente el motivo por el que no se ha desarrollado dicha política.

La CE publicó en 2017 las **Directrices sobre la presentación de informes no financieros**, con la finalidad de ayudar a las sociedades obligadas a presentar información no financiera para que esta sea pertinente, útil, coherente, comparable y que proporcione transparencia a las partes interesadas. Estas Directrices no tienen carácter vinculante, es decir, no crean nuevas obligaciones jurídicas.

En junio de 2019, la Comisión complementó estas Directrices mediante el **Suplemento sobre la información relacionada con el clima** que, al igual que las Directrices de 2017, contienen recomendaciones no vinculantes, esta vez con el objeto de que las empresas obligadas preparen su información no financiera relacionada con el clima. Una importante novedad de este Suplemento es la explicación detallada que ofrece sobre el principio de doble materialidad (“significatividad”, según el tenor literal del Suplemento) según el cual las empresas informarían no solo sobre cómo el clima incide en los resultados, evolución y situación de la empresa (materialidad financiera), sino que también han de informar sobre cómo su actividad incide en el clima y la sociedad (materialidad medioambiental y social). El Suplemento integra las recomendaciones del Grupo de Trabajo sobre Divulgación de Información Financiera relacionada con el Clima (TCFD³, por sus siglas en inglés), creado por el Consejo de Estabilidad Financiera del G-20 y que permite la preparación de información no financiera conforme al principio de materialidad financiera. Se sigue otorgando gran margen de libertad a las empresas que hagan uso de este Suplemento a la hora de elegir las recomendaciones, principios y normas existentes en distintos marcos normativos.

³ Task Force on Climate-related Financial Disclosures.

La Directiva sobre información no financiera se traspuso a nuestro ordenamiento jurídico mediante el **Real Decreto-ley 18/2017**⁴ y, posteriormente, mediante la **Ley 11/2018 de 28 de diciembre**⁵ que vino a reforzar determinadas obligaciones relativas a la publicación de información no financiera y de diversidad que la CNMV debe supervisar.

El **Reglamento de la Taxonomía**⁶, a su vez, incluye ciertas modificaciones respecto de la información no financiera: así, el artículo 8 dispone que las empresas obligadas a publicar información no financiera conforme a lo dispuesto en la Directiva 2013/34/EU tendrán que informar sobre cómo y en qué medida sus actividades están vinculadas a las actividades económicas consideradas sostenibles desde un punto de vista medioambiental de acuerdo con el propio Reglamento de la Taxonomía. La CE sometió a consulta pública un acto delegado el 20 de noviembre de 2020, que especifica las normas de contenido y presentación de la información que debe publicarse, incluida la metodología; se espera que la publicación del acto delegado definitivo en el Diario Oficial de la Unión Europea tenga lugar a principios de 2021. Por otro lado, ESMA, como se explica en el caso de estudio, sometió así mismo a consulta pública en noviembre de 2020 ciertas recomendaciones técnicas sobre diversos aspectos del artículo 8 del Reglamento de la Taxonomía en respuesta a un mandato recibido de la CE en septiembre de 2020; ESMA ha anunciado que, una vez analizadas e integradas las respuestas como mejor convenga en su documento, remitirá las recomendaciones técnicas a la Comisión en febrero de 2021.

Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de la CNMV

Aparte de esta normativa, es preciso recordar que la CNMV en su **Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas de 2015** ya incluía ciertas recomendaciones relativas a la sostenibilidad, en concreto:

- La recomendación 54 que sugiere que la política de responsabilidad social corporativa incluya los principios o compromisos que la empresa asuma voluntariamente en relación con los distintos grupos de interés e identifique, entre otros, la estrategia corporativa relacionada con la sostenibilidad, el medio ambiente y las cuestiones sociales.
- Por su parte la recomendación 55 propone que la sociedad informe, en un documento separado o en el informe de gestión, sobre los asuntos relacionados con la

⁴ 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.

⁵ 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.

⁶ 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.

responsabilidad social corporativa, utilizando para ello alguna de las metodologías aceptadas internacionalmente.

Tras más de cuatro años de vigencia del Código de 2015, se puso de manifiesto la conveniencia de modificar algunas de sus recomendaciones para adaptarlas a los cambios legales producidos, dotarlas de mayor concreción o claridad o actualizar la terminología utilizada. Por ello, en enero de 2020, la CNMV sometió a consulta pública la **modificación parcial de su código de buen gobierno para las sociedades cotizadas**.

En lo que se refiere concretamente a la sostenibilidad, en la propuesta de reforma parcial, la CNMV recomendaba que la política de comunicación de las empresas cotizadas integrase la sostenibilidad (recomendación 4), que la supervisión del cumplimiento de las políticas y reglas de la sociedad en materia medioambiental, social y de gobierno corporativo, así como de los códigos internos de conducta, se atribuyese a una comisión del consejo de administración o se repartiese entre la comisión de auditoría, la de nombramientos, una comisión especializada en sostenibilidad o responsabilidad social corporativa u otra comisión especializada (recomendación 54) y, por último, en relación con la política medioambiental y social (recomendación 55), se proponía que esta incluyese los principios o compromisos asumidos por la empresa y que, en relación con los distintos grupos de interés, se identificasen, como mínimo, los siguientes aspectos:

- a) los objetivos de la política y la estrategia corporativa relacionada con la sostenibilidad, el medio ambiente y las cuestiones sociales,
- b) las prácticas concretas en cuestiones relacionadas con accionistas, empleados, clientes, proveedores, cuestiones sociales, medio ambiente, diversidad, responsabilidad fiscal, respeto de los derechos humanos y prevención de conductas ilegales,
- c) los métodos o sistemas de seguimiento de los resultados de la aplicación de las prácticas concretas señaladas en el apartado anterior, los riesgos asociados y su gestión,
- d) los mecanismos de supervisión del riesgo no financiero, la ética y la conducta empresarial,
- e) los canales de comunicación, participación y diálogo con los grupos de interés y
- f) las prácticas de comunicación responsable que eviten la manipulación informativa y protejan la integridad y el honor.

Finalizado el plazo de consulta y tras la publicación de las respuestas recibidas que no revestían carácter confidencial, la CNMV abordó la reforma del Código, cuya versión última se publicó en junio de 2020. Los aspectos más destacados de esta reforma, en materia de sostenibilidad, son los avances en las recomendaciones sobre diversidad de género, riesgos no financieros e información no financiera.

Por lo que se refiere a la **diversidad de género**, se fomenta la presencia de mujeres en el consejo de administración y así, en la recomendación número 14, se sugiere que

el consejo adopte una política que favorezca la existencia de un número significativo de mujeres en cargos de alta dirección. Además, la recomendación 15 establece que las consejeras deberían representar al menos el 40% de la composición del total de miembros del consejo no más tarde de 2022.

Respecto de los **riesgos no financieros**, la recomendación 39 exige que los conocimientos y experiencia sobre gestión de riesgos financieros y no financieros (aparte de los de contabilidad y auditoría) se tengan en cuenta para el nombramiento de los miembros de la comisión de auditoría. La recomendación 42 establece que una de las funciones de la comisión de auditoría será la de supervisar y evaluar el proceso de elaboración y la integridad de la información financiera y no financiera así como los sistemas de control y gestión de riesgos financieros y no financieros relativos a la sociedad y, en su caso, al grupo (incluyendo los operativos, tecnológicos, legales, sociales, medioambientales, políticos y reputacionales o relacionados con la corrupción), además también será responsable de establecer y supervisar un mecanismo que permita a los empleados y otros grupos de interés relacionados con la empresa (consejeros, accionistas, proveedores, contratistas o subcontratistas) comunicar, de forma confidencial y anónima y con el respeto debido a sus derechos y a los del denunciado, las irregularidades financieras y contables o de cualquier otra índole, relacionadas con la compañía o su grupo. Por último, la recomendación 45 dispone, entre otros asuntos, que la política de control y gestión de riesgos identifique o determine, al menos, los distintos tipos de riesgo, financieros y no financieros (operativos, tecnológicos, legales, sociales, medioambientales, políticos y reputacionales, incluidos los relacionados con la corrupción) a los que se enfrenta la sociedad.

En lo concerniente a la **sostenibilidad**, la recomendación 53 involucra directamente al consejo de administración en la supervisión del cumplimiento de las políticas y reglas de la sociedad en materia medioambiental, social y de gobierno corporativo, así como de los códigos internos de conducta y dispone que esta función se atribuya a una o se reparta entre varias comisiones del consejo de administración, que podrán ser la comisión de auditoría, la de nombramientos, una comisión especializada en sostenibilidad o responsabilidad social corporativa u otra comisión especializada que el consejo de administración, en el ejercicio de sus facultades de autoorganización, haya decidido crear. Además especifica esta recomendación que la composición de dicha comisión o comisiones estará integrada únicamente por consejeros no ejecutivos, siendo la mayoría independientes y tendrá específicamente las funciones mínimas que se indican en la recomendación 54.

La recomendación 54, por su parte, establece que dichas funciones mínimas son las siguientes:

- a) La supervisión del cumplimiento de las reglas de gobierno corporativo y de los códigos internos de conducta de la empresa, velando asimismo por que la cultura corporativa esté alineada con su propósito y valores.
- b) La supervisión de la aplicación de la política general relativa a la comunicación de información económico-financiera, no financiera y corporativa, así como a la co-

municación con accionistas e inversores, asesores de voto y otros grupos de interés. Asimismo se hará seguimiento del modo en que la entidad se comunica y relaciona con los pequeños y medianos accionistas.

- c) La evaluación y revisión periódica del sistema de gobierno corporativo y de la política en materia medioambiental y social de la sociedad, con el fin de que cumplan su misión de promover el interés social y tengan en cuenta, según corresponda, los legítimos intereses de los restantes grupos de interés.
- d) La supervisión de las prácticas de la sociedad en materia medioambiental y social con el objeto de que se ajusten a la estrategia y política fijadas.
- e) La supervisión y evaluación de los procesos de relación con los distintos grupos de interés.

Por último, la recomendación 55 enumera una serie de cuestiones que han de ser objeto, con carácter mínimo, de las políticas de sostenibilidad en materias medioambientales y sociales y que son las siguientes:

- a) Los principios, compromisos, objetivos y estrategia en lo relativo a accionistas, empleados, clientes, proveedores, cuestiones sociales, medio ambiente, diversidad, responsabilidad fiscal, respeto de los derechos humanos y prevención de la corrupción y otras conductas ilegales.
- b) Los métodos o sistemas para el seguimiento del cumplimiento de las políticas, de los riesgos asociados y de su gestión.
- c) Los mecanismos de supervisión del riesgo no financiero, incluido el relacionado con aspectos éticos y de conducta empresarial.
- d) Los canales de comunicación, participación y diálogo con los grupos de interés.
- e) Las prácticas de comunicación responsable que eviten la manipulación informativa y protejan la integridad y el honor.

EJERCICIO DE LA COMPETENCIA DE SUPERVISIÓN DE LA INFORMACIÓN NO FINANCIERA POR PARTE DE LA CNMV

La CNMV supervisa los estados de información financiera contenidos en el informe de gestión (o en su caso, en un informe separado) que las grandes empresas cotizadas elaboran desde 2017. Cada año, la CNMV publica el Informe sobre la supervisión por la CNMV de los informes financieros anuales y principales áreas de revisión del ejercicio siguiente que pone a disposición del público en su página web⁷.

En su **Informe sobre la supervisión de los Informes financieros anuales y principales áreas de revisión del ejercicio siguiente correspondiente al ejercicio 2017**, la CNMV dedicó un análisis especial a la revisión del estado de información no financiera. En este se

⁷ [Informe de la CNMV sobre la supervisión de las cuentas anuales.](#)

detallaban las principales conclusiones obtenidas del análisis de la información publicada, que se mencionan a continuación:

- En general, los emisores obligados a incluir información no financiera en sus informes de gestión de 2017 (52 entidades en sus cuentas individuales de 2017 y 95 entidades en las consolidadas), habían cumplido con su obligación en mayor o menor medida, si bien gran parte de ellos incluía información genérica.
- La mayor parte, en torno a un 93%, había presentado esta información dentro de su informe de gestión, y el resto, en un informe separado.
- La información no financiera desglosada no siempre se presentaba adecuadamente identificada.
- En cuanto al marco o marcos de referencia adoptados, en algunos casos no se indicaba o no se identificaba con claridad. Por otra parte, algunas entidades manifestaban haber adoptado un marco de referencia (por ejemplo, la Iniciativa Mundial de Presentación de memorias de sostenibilidad del Global Reporting Initiative “GRI Standards”), pero no aportaban toda la información que este contempla.
- La CNMV tuvo que remitir requerimientos a varios emisores y realizó recomendaciones para que otros mejorasen su estado de información no financiera a partir del ejercicio 2018. Entre los aspectos más mencionados en dichas recomendaciones cabe destacar los siguientes:
 1. la incorporación por referencia de un informe separado al informe de gestión en el que se incluya información no financiera;
 2. la identificación de la información no financiera de forma expresa dentro del informe de gestión;
 3. la necesidad de completar las políticas sobre las diferentes materias con sus resultados, riesgos e indicadores clave de resultados no financieros;
 4. la explicación clara y motivada en el caso de que no se aplique ninguna política en alguna de las materias;
 5. y el seguimiento específico de las Directrices de la CE sobre información no financiera de 2017.
- Solo un 10% de los emisores que presentaron la información no financiera incluyeron informes de verificación del auditor de mayor alcance al publicar sus cuentas anuales, si bien algunos otros los presentaron al publicar, con posterioridad, un informe de sostenibilidad o de responsabilidad social corporativa con información financiera más completa. En general, estos informes se han llevado a cabo de acuerdo con la norma NIEA 3000 *Encargos de Aseguramiento distintos de la Auditoría y de la revisión de Información Financiera Histórica* y se refieren principalmente a la adaptación a los estándares de elaboración de informes de sostenibilidad de Global Reporting Initiative (GRI). En algún caso se refieren a si la información no financiera se ha preparado de acuerdo

con lo establecido en el Real Decreto-Ley 18/2017. Por otra parte, algunas entidades presentaron un certificado AENOR de verificación de la memoria de sostenibilidad.

El **Informe correspondiente a las cuentas anuales del ejercicio 2018** se publicó en marzo de 2020 y en su Capítulo VI incluye un apartado dedicado exclusivamente al estado de información no financiera (EINF), que se estableció como una de las prioridades de supervisión del ejercicio 2018 por ESMA y la CNMV.

La supervisión del EINF muestra una clara mejora respecto de los informes de 2017, no obstante, se han identificado determinados aspectos que la CNMV considera cabría mejorar. Entre ellos, se puede destacar:

Materialidad

ESMA y la CNMV explican que el objetivo general de los desgloses en el EINF es informar sobre los aspectos no financieros en aquello que sea necesario para la adecuada comprensión de la situación, el rendimiento y la evolución de la empresa o grupo, o el impacto de su actividad sobre el entorno.

Para ello, el concepto de materialidad debe basarse en uno doble, que tenga en cuenta:

- el efecto de las cuestiones no financieras sobre la entidad y
- el efecto de la entidad sobre el entorno.

Es decir, se trata de informar sobre la repercusión de la empresa o el grupo en el medioambiente y el cambio climático. En este sentido, las entidades deben detallar:

- cómo han determinado dicha materialidad, justificando los criterios aplicados y la metodología empleada;
- cómo se ha tenido en cuenta en este análisis la identificación de los principales *stakeholders*, o grupos de interés, de la entidad o grupo; cómo contribuyen estos a la cadena de valor, en qué punto de ella intervienen y cuáles son sus necesidades de información; el horizonte temporal contemplado, teniendo en cuenta que la CE considera que debe ser a largo plazo; y la severidad y probabilidad de las consecuencias que pudieran tener cada aspecto financiero y no financiero.

La CNMV recuerda que cuando los emisores omitan información, deben justificar las razones por las que no la consideran significativa.

Características y presentación de la información del EINF

La información a suministrar debería ser **específica** de la entidad o su grupo, relevante y material en sus circunstancias concretas, considerando para ello las Directrices de la CE

de julio 2017. ESMA, asimismo, enfatiza la necesidad de que los desgloses suministrados sean **concisos**, evitando desgloses inmateriales que acaben distorsionando u ocultando la información relevante.

ESMA recuerda la importancia de la **neutralidad de la información** y de no centrarse, solamente, en los aspectos positivos. No obstante, cuando, en circunstancias excepcionales, la entidad pueda acreditar que determinados desgloses resultarían seriamente perjudiciales para el emisor o su posición comercial o competitiva cabe hacer ciertas matizaciones, pero debería suministrar, en todo caso, aquella información que sea necesaria para permitir a los usuarios una comprensión equilibrada y fiel de la situación, el rendimiento y la evolución del emisor o su grupo y del impacto de su actividad. A este respecto, tal y como las propias Directrices de la CE de 2017 recomiendan, cabe, en estas situaciones, suministrar información relevante de una manera más agrupada y menos detallada, pero siempre que sea útil para los inversores y el resto de grupos de interés relevantes.

ESMA considera que es una buena práctica incluir en el EINF una **tabla de equivalencias** entre los diferentes requisitos normativos, los desgloses suministrados y los estándares y marcos de referencia utilizados. La CNMV ya venía recomendando esta práctica desde el año anterior.

En 2018 el 91 % de los emisores obligados a enviar el EINF incluyeron un cuadro resumen de contenidos. En la mayoría de los casos, desglosaban una tabla de referencia que indicaba en qué parte del informe de gestión o del EINF se daba respuesta a cada uno de los requisitos de la Ley 11/2018, señalando también qué marco de referencia o indicador específico se utilizó en cada elemento concreto. Esta tabla es importante, sobre todo en aquellas entidades que se han inclinado por un enfoque más integrado del resto del informe de gestión con la información no financiera, dado el diferente alcance de la opinión del auditor de cuentas y que la revisión del verificador independiente solamente se refiere a la información no financiera exigida por la Ley 11/2018.

No obstante, la CNMV considera que los emisores deberían mejorar la calidad y homogeneidad de las tablas con la información proporcionada en el texto del EINF, especificando de forma clara dónde se localiza cada uno de los requisitos de la ley, qué indicador o marco de referencia concreto se ha utilizado en cada caso (no incluyendo, por ejemplo, referencias a indicadores que no se aplican) y detallando las omisiones de la Ley 11/2018, que deberán quedar adecuadamente justificadas atendiendo a la materialidad.

En línea con la prioridad de ESMA fijada para el ejercicio anterior, cabe recordar que se deben explicar adecuadamente los **motivos por los que se ha decidido no establecer algunas de las políticas no financieras**.

Igualmente, aunque no se hayan establecido políticas para alguna de las cuestiones, los emisores deben suministrar información sobre el resto de aspectos relevantes, como el desglose de los **riesgos** asociados a dichas materias no financieras. En algunos casos, los informes no han señalado los riesgos asociados a determinadas políticas y objetivos y, aunque se mencionaban algunas de las primeras, no se daba suficiente detalle. En ocasio-

nes no se desglosaban los procedimientos internos de diligencia debida para identificar, evaluar, prevenir, atenuar y controlar los riesgos y, sin que se cuantificaran los objetivos establecidos, se desglosaban indicadores o resultados que, en ciertos casos, cuando no eran positivos no explicaban las medidas adoptadas para mejorarlos.

En general, se considera de utilidad aportar **información comparativa** que ayude a los usuarios a ver la tendencia y evolución de todos los aspectos recogidos en el EINF (sobre políticas, riesgos, objetivos, etc.).

Finalmente, se recomienda una **mayor interrelación y coherencia interna**, entre el modelo de negocio, las políticas y los objetivos establecidos en cada ámbito, los resultados obtenidos, los riesgos y los indicadores fijados para su seguimiento y evaluación.

Perímetro del EINF

El enfoque de materialidad exige que los emisores incluyan información no financiera que abarque y comprenda **todas las actividades** desarrolladas por el 100% de sus filiales que se hubieran incluido en el perímetro de consolidación.

En este sentido, la CNMV recomienda que se mejore la información sobre el perímetro del EINF, que debe ser **coherente** con el de las distintas políticas y de los indicadores clave de resultados.

La CNMV recuerda que deberían explicarse las **variaciones** en el perímetro en cada ejercicio e informar de si se incluyen o no actividades más allá del grupo, como podría suceder con las cadenas de suministro. En el caso de existir, se considera recomendable que se indiquen los acuerdos conjuntos y las empresas asociadas que pudieran tener una repercusión significativa en cuestiones del EINF (por ejemplo, en relación con la información sobre derechos humanos).

En ocasiones, los emisores hacían referencia a que habían obtenido certificaciones externas o informes sobre algunos datos (como la huella de carbono), pero no se indicaba el alcance de la certificación obtenida (si se refería al grupo o a determinadas filiales o a la actividad en países concretos) o el periodo que abarcaba (si cubría todo el año o no).

En cuanto al **marco de referencia**, ESMA recuerda que es necesario especificar el marco o marcos aplicados, si el grado de aplicación es total o parcial y si se trata de marcos de referencia nacionales, europeos o internacionales, debiendo ser ampliamente aceptados y de gran calidad. En este sentido, la ley española señala la necesidad de basarse en uno o varios marcos de referencia, sin que se exija una adopción plena, y las propias Directrices de la CE mencionan la posibilidad de adopción plena o parcial.

En 2018, se observó una cierta mejora en su identificación. El 97% de los emisores españoles obligados a presentar un EINF identificaban el marco. De ellos, el marco de referencia más utilizado fue el de *Global Reporting Initiative* (GRI), por el 98%. No obstante, el GRI permite tres grados de aplicación: la opción «exhaustiva» (14%), la opción «básica» o esencial (18%) y la opción «GRI seleccionados» o «a la carta», con aquellos estándares e indicadores que el emisor hubiera decidido seleccionar (66%). Un 2% de los que utilizaron el GRI no indicaron la opción seguida.

En relación con los marcos, la CNMV recomienda no solo identificar los utilizados, sino, en particular, qué marco se ha aplicado en el desglose de cada elemento o indicador específico requerido en el propio texto del EINF, señalando los estándares concretos o los criterios de *reporting* utilizados, identificados en la tabla, para su mejor seguimiento (por ejemplo, el número de GRI en caso de seguir ese estándar).

Cabe recordar que **GRI**, aunque es un marco bastante completo, no permite dar una adecuada respuesta a todos los requisitos que exige la Ley 11/2018. GRI está más enfocado en el impacto de la empresa sobre el entorno social y medioambiental, pero tanto la Ley como la Directiva también piden que se explique el impacto del entorno social y medioambiental, incluido el del cambio climático, sobre la entidad. En este sentido se recomienda considerar las Directrices de la CE y, por lo que se refiere al cambio climático, las recomendaciones del TCFD. Las empresas deben tener en cuenta cómo cumplir adecuadamente, atendiendo a su actividad y entorno, con los desgloses exigidos por la Ley, para lo cual es probable que en ocasiones deban incluir desgloses adicionales y utilizar de manera complementaria otros marcos. Como se ha indicado, la CNMV remitió requerimientos a dos emisores y recomendaciones a diez emisores sobre este aspecto.

Con relación al uso de **indicadores clave del rendimiento** (*key performance indicators, KPI*) conviene resaltar que:

- ESMA recomienda que se expliquen las razones por las que los KPI desglosados se han identificado como relevantes para explicar los resultados de sus políticas.
- Puede ser útil, para informar adecuadamente sobre los KPI, tomar como referencia las Directrices de ESMA sobre Medidas Alternativas de Rendimiento.
- Deben incluirse KPI específicos de la propia entidad o grupo, si bien es positivo, en la medida de lo posible, que se utilicen también ciertos indicadores generalmente aceptados en su sector de actividad.
- Es importante que sean indicadores congruentes con los utilizados internamente en el control de gestión y en los sistemas internos de gestión de riesgos y con los parámetros empleados para establecer la remuneración variable de directivos y consejeros. También deben utilizarse sistemáticamente de un periodo a otro y, en su caso, explicar las razones por las que han cambiado.
- Los emisores deben mostrar el progreso efectuado en sus políticas no financieras por referencia a las cifras de KPI, no solo cuantificando sino también incluyendo explicaciones cualitativas. Es necesario que se exponga cómo han evolucionado los KPI, respecto de:

1. las cifras de ejercicios anteriores,
2. los posibles objetivos que la entidad, en su caso, hubiera establecido con anterioridad
3. y los *benchmarks* externos.

Para conseguir este objetivo se recomienda incluir cifras comparativas.

Asimismo, se considera de utilidad que se explique el perímetro de las actividades cubiertas por cada KPI, su definición y método de cálculo, así como los principales *inputs* utilizados y las fuentes.

La CNMV ha observado cierta falta de homogeneidad en el cálculo de los KPI por parte de los emisores y en las unidades en las que se reportan. Se hicieron recomendaciones por estos asuntos a 16 emisores.

Modelo de negocio

Se ha identificado que alrededor del 20% de los emisores en revisión sustantiva deberían mejorar la información acerca del modelo de negocio, explicando de forma clara sus objetivos y estrategias, cómo genera beneficios el emisor y su grupo, su interrelación con las cuestiones no financieras recogidas en el EINF y, especialmente, los principales factores y tendencias que podrían afectar a su evolución futura.

Para que la información sea útil para los usuarios, deben relacionarse los aspectos financieros y no financieros, reflejando cómo la entidad crea y conserva valor a largo plazo, no limitándose solo a la estructura y organización de la empresa y los mercados en los que opera.

También la CNMV incluye en el Informe una serie de sugerencias para mejorar la información sobre cuestiones medioambientales, cuestiones sociales y laborales, cuestiones relativas a la lucha contra la corrupción y el soborno, al respeto a los derechos humanos y finalmente a cuestiones referidas a la propia sociedad.

En el apartado de **cuestiones medioambientales**, se identifican los siguientes aspectos de mejora:

- a) Cuantificar con precisión los objetivos de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero.
- b) Ampliar la información sobre las consecuencias financieras del cambio climático en sus actividades y estrategia. Por ello, el EINF debe incluir las evaluaciones de posibles escenarios.
- c) Mejorar la información sobre el ruido, la contaminación lumínica, el uso de energías renovables, los procedimientos de certificación ambiental y las medidas de mejora de la eficiencia del uso de los recursos.

Respecto de las **cuestiones sociales y laborales**, la CNMV destaca la falta de homogeneidad en los datos aportados sobre:

- la brecha salarial de los trabajadores, debido en parte a la escasa concreción normativa;
- la desconexión laboral del empleado, en la que destaca la falta de justificación sobre cómo se ha analizado el correspondiente riesgo o sobre si se considera como un asunto no material;

- la clasificación e identificación del número de empleados indicados en los indicadores (KPI). Estos datos deberían guardar relación con los utilizados para la gestión interna y con los facilitados en las cuentas anuales y otra información financiera.

Además, se recomienda ampliar la información sobre:

- los resultados de las políticas de flexibilidad horaria, retención y formación de los empleados;
- los riesgos a los que están expuestos los derechos humanos;
- y los grupos de interés como los proveedores, subcontratistas o franquiciados.

En el área de la información sobre la **lucha contra la corrupción y el soborno**, el supervisor considera que se precisa mayor concreción y detalle y estima necesario:

a) Ampliar la información sobre:

- las políticas y procedimientos de diligencia debida, para que no sean meros desgloses sobre referencias normativas,
 - los resultados de dichas políticas, de manera que permitan medir su eficacia
 - y la justificación de los motivos por los que determinados aspectos no se han considerado materiales.
- b) Requerir que los emisores expliquen cómo han modificado sus procedimientos de diligencia y el resto de medidas adoptadas para prevenir que se reproduzca, cuando haya habido algún caso de corrupción o soborno.
- c) Concretar con mayor precisión las contingencias y provisiones en las notas de las cuentas anuales.

Con referencia a las **cuestiones sobre el respeto a los derechos humanos**, en algunas entidades, esta área se consideró de bajo riesgo debido a los países en los que operaban y las políticas establecidas. Considera la CNMV, no obstante, que se debería ampliar el análisis de los riesgos a los que están expuestos e incluir a otros grupos de interés, como proveedores, franquiciados o subcontratistas.

En relación con la **información de la propia sociedad**, la CNMV recomienda ampliarla en los siguientes aspectos:

- a) Relaciones con proveedores y cadenas de subcontratación: la información debe aportarse con datos más precisos. En concreto, el Informe incide en la necesidad de mejorar la información sobre los procedimientos de diligencia debida y sistemas de supervisión y auditorías para verificar que los proveedores y cadenas de subcon-

tratación cumplen con los derechos humanos, con las medidas de seguridad, salud y medioambientales. Por otro lado, cuando el personal subcontratado sea muy significativo, la CNMV recomienda que esto se considere en la determinación de los KPI relacionados con la plantilla, se aporten las explicaciones necesarias y se mida el personal subcontratado respecto a la plantilla del emisor.

- b) Número y gestión de las reclamaciones de los consumidores y sobre los resultados de sus políticas.
- c) Datos fiscales relativos:
 - a los beneficios en cada país, indicando si son antes o después de impuestos, se trata de cifras individuales o consolidadas, se ha realizado algún ajuste en el ejercicio al que corresponden y si hay otra información necesaria para su comprensión;
 - al impuesto sobre beneficios, respecto del que la CNMV aclara que se refiere al impuesto vinculado a los beneficios generados como hecho imponible, sin agregar otros conceptos o exacciones de naturaleza y hecho imponible distintos que puedan confundir; también se indicará el ejercicio al que corresponde y los principales factores que sirven de ajustes fiscales para determinar las bases imponibles en cada país.

Otras cuestiones. El informe destaca otras cuestiones importantes que deberían tener en cuenta las empresas obligadas a publicar el EINF:

- a) El EINF debe contener toda la información necesaria sin que quepa justificar omisiones materiales por incluirla después el informe posterior voluntario.
- b) Las cuestiones incluidas en el EINF que supongan un riesgo para la entidad deberían unificarse para evitar repeticiones innecesarias y confusión en los lectores.
- c) Es importante recordar que la Ley 11/2018 exime de la obligación de elaborar el EINF si la entidad obligada tiene una dominante que publique a su vez su EINF e incluye a la filial o al subgrupo. Esto es independiente de que la dominante se encuentre en otro Estado miembro o fuera de la Unión Europea. Pero:
 - la filial deberá hacer referencia a esta circunstancia en su informe de gestión, incluyendo como contenido complementario la información que no está incluida en el EINF de su matriz
 - y deberá incorporar dónde puede consultarse el informe de la matriz.
- d) Si el EINF se publica como un informe separado, deberá hacerse referencia a ello en el informe de gestión y en el propio EINF.
- e) En relación con el informe del verificador, es relevante que, a falta de concreción normativa, el EINF recoja con claridad:

- los requisitos de competencia profesional,
- las circunstancias que comprometerían su independencia,
- el marco de referencia para llevar a cabo la revisión,
- el alcance o naturaleza de las pruebas realizadas
- y el tipo de conclusión que el verificador ha de emitir sobre el EINF.

La CNMV reconoce el esfuerzo realizado por las empresas y las apremia para que sigan en esa línea de mejora aplicando las recomendaciones indicadas.

AUTORIZACIÓN, REGISTRO Y SUPERVISIÓN DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (IIC) SOSTENIBLES

La CNMV ha autorizado varios proyectos sostenibles en los últimos meses, particularmente en el ámbito de sus tareas de autorización y registro de entidades, en concreto hasta finales de diciembre de 2020, la CNMV ha registrado: 53 fondos de inversión socialmente responsables o éticos, 22 fondos de inversión solidarios, una SICAV ética y tres SICAV solidarias.

Las denominaciones “solidario”, “ético” o “ASG” (ambiental, social y de gobernanza) atribuidas a instituciones de inversión colectiva son calificaciones realizadas siguiendo los criterios establecidos por INVERCO en su 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) del año 2014 que vino a sustituir a la anterior de 1999. Una vez que sea de aplicación efectiva el Reglamento 2019/2088 de divulgación de información sobre sostenibilidad (Reglamento de divulgación), estas IIC tendrán que adaptarse a la nueva normativa.

La CNMV ha registrado también otras instituciones de inversión con carácter sostenible como, por ejemplo, cuatro fondos de emprendimiento social europeo (FESE).

COLABORACIÓN CON OTROS SUPERVISORES Y REGULADORES NACIONALES

También en el ámbito nacional, la CNMV participa en un grupo informal de reguladores y supervisores nacionales en el que se integran el Banco de España, la Dirección General del Tesoro, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y la Oficina de Cambio Climático con el objetivo de cooperar e intercambiar conocimientos y experiencias en relación a las iniciativas financieras relacionadas con sostenibilidad.

La CNMV ha cooperado estrechamente con la Dirección General del Tesoro en la redacción de aquellos preceptos legales del Anteproyecto de Ley de Transición Energética y Cambio Climático que afectarán a sus tareas de supervisión. Estos preceptos incluyen, entre otras, obligaciones de divulgación del impacto financiero de los riesgos vinculados al cambio climático y a la transición energética de diversas entidades.

TRABAJO REALIZADO EN EL ENTORNO INTERNACIONAL: ESMA⁸, COMITÉ MIXTO DE AUTORIDADES EUROPEAS SUPERVISORAS E IOSCO

En el ámbito europeo, la CNMV ha presidido hasta diciembre de 2020 el *Corporate Reporting Standing Committee* y la *Coordination Network on Sustainability* de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), en los que participa activamente. Así mismo, como miembro de ESMA, la CNMV participa en la redacción de las normas técnicas regulatorias que desarrollarán los Reglamentos de divulgación y Taxonomía, conforme a los mandatos otorgados por estas normas al Comité Mixto de Autoridades Europeas Supervisoras⁹ (en lo sucesivo, Comité Mixto).

En la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), la CNMV preside uno de los grupos de trabajo de la *Sustainable Finance Network*, compuesta por cuarenta reguladores y supervisores de los mercados financieros que recientemente ha realizado un estudio y análisis de las principales iniciativas nacionales e internacionales en el ámbito de las finanzas sostenibles llevadas a cabo tanto por el sector público como el privado en treinta y cinco jurisdicciones. Las principales conclusiones de dicho estudio se recogen en el informe *Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO*, publicado en abril de 2020. Entre dichas conclusiones, cabe destacar las siguientes: la existencia de una gran variedad de marcos y estándares para elaborar información sobre sostenibilidad, la falta de una taxonomía o de un conjunto de definiciones comunes para las actividades sostenibles y el fenómeno del *greenwashing* y otras cuestiones que afectan a la protección del inversor.

Para profundizar en estas cuestiones, IOSCO ha creado un nuevo grupo que comenzó a trabajar en primavera de 2020, la *Sustainability Task Force* (STF), en el que tres grupos distintos están haciendo un análisis pormenorizado de: la información sobre sostenibilidad que proporcionan los emisores, los gestores de activos y las agencias de calificación crediticia, las agencias de calificación ASG (*ESG rating agencies*) y otros proveedores de datos.

La CNMV copreside con el regulador del Reino Unido, la *Financial Conduct Authority* (FCA), el grupo que está analizando la información que proporcionan los emisores y que pretende, así mismo, impulsar la existencia de unas normas únicas que permitan que la información sea comparable y homogénea.

Para este fin y al objeto de evitar duplicidades o solapamientos en este escenario internacional en el que se multiplican los esfuerzos para establecer unas normas internacionales únicas, la STF mantiene contactos regulares con diversos organismos internacionales y *standard setters* que están desarrollando iniciativas similares. Entre estos organismos, cabe destacar: la *Network for Greening the Financial System* (NGFS), la *International Platform on Sustainable Finance* (IPSF), la *Alliance of Standard Setters* (compuesta por *Carbon Disclosure Project* –CDP–, *Climate Disclosures Standards Board* –CDSB–, GRI, *International Integrated*

⁸ Para mayor detalle sobre el trabajo desarrollado por ESMA en el que participa y al que contribuye de modo importante la CNMV, consúltese el caso de estudio sobre ESMA, al final de este apartado.

⁹ El Comité Mixto de Autoridades Europeas Supervisoras está formado 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 propia ESMA.

Reporting Council –IIRC– y Sustainability Accounting Standards Board –SASB–), el Grupo Asesor Europeo sobre Información Financiera (EFRAG) y la Fundación de los International Financial Reporting Standards (IFRS).

Se espera que a lo largo de 2021 y 2022, la STF publique varios informes correspondientes al trabajo desarrollado por los tres grupos de trabajo (emisores, gestoras de activos y agencias de calificaciones crediticias, calificaciones ASG y otros proveedores de datos).

PÁGINA WEB: SECCIÓN SOBRE FINANZAS SOSTENIBLES¹⁰

En noviembre de 2019, la CNMV añadió en su página web una sección específica dedicada a las finanzas sostenibles con cuatro grandes apartados destinados a clarificar nociones y conceptos básicos, así como la labor que la CNMV desarrolla en el ámbito de las finanzas sostenibles, la normativa existente y otros enlaces de interés como pueden ser los de la CE, ESMA o IOSCO.

El objetivo de esta sección es dar a conocer y difundir los conceptos básicos de la sostenibilidad en el ámbito financiero y el papel que está desarrollando la propia CNMV en este ámbito, tanto en su papel como supervisor del mercado de valores en España como en los distintos organismos internacionales a los que pertenece.

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 de una forma clara y sencilla.

Esta sección de la página web se actualiza de forma permanente al objeto de difundir las principales consultas sobre desarrollos legislativos y otras iniciativas que están teniendo lugar en el ámbito internacional, así como las propias actividades de la CNMV en este ámbito.

MEDIDAS INTERNAS DENTRO DE LA PROPIA CNMV

- **Comité interno de sostenibilidad.** En 2018, la CNMV estableció un comité interno de naturaleza transversal para abordar de forma conjunta y siguiendo unas directrices comunes todos los temas, dentro de su propio ámbito de competencias, relacionados con las finanzas sostenibles. En este comité están representados los departamentos de Relaciones Internacionales, Informes Corporativos, Registro, Autorización y Supervisión de Instituciones de Inversión Colectiva, Agencias de calificación crediticia, Estudios, Estrategia y Educación Financiera, es decir, todas las áreas que desarrollan actividades relacionadas con la sostenibilidad financiera. El objetivo es el de compartir información y establecer una línea de actuación homogénea, coherente y coordinada dentro de la CNMV.

¹⁰ Para más información sobre el contenido y objetivos de la sección sobre Finanzas Sostenibles de la página web de la CNMV, véase el apartado 5.4.1. Papel de la CNMV respecto de la información y formación sobre finanzas sostenibles.

- **Iniciativas sostenibles en el ámbito doméstico de la propia CNMV:** A lo largo de 2019 la CNMV desarrolló varias iniciativas en materia de responsabilidad social, algunas de las cuales se han prorrogado en 2020. En concreto, se han implementado medidas destinadas a reducir el impacto medioambiental de la CNMV, entre las que cabe destacar el incremento de los puntos de reciclaje en la sede con el fin de reducir el consumo de papel (incluso, en algunos departamentos se ha eliminado el uso de papel en el trabajo diario), la reducción del uso del plástico o la instalación de puntos de recarga para vehículos eléctricos en las oficinas de la CNMV en Madrid; y en materia de responsabilidad social, dentro del Programa de Educación Financiera, se ha fomentado la participación del personal de la CNMV en programas de voluntariado social y de campañas de educación financiera, entre ellas, algunas dirigidas a colectivos desfavorecidos y otras relacionadas con varias iniciativas educativas en centros escolares sobre sostenibilidad financiera.

CASO DE ESTUDIO: EL MANDATO DE ESMA EN LA REFORMA FINANCIERA SOSTENIBLE

ESMA, como supervisor europeo de valores y mercados cuyos objetivos son la protección al inversión y garantizar un mercado financiero estable y ordenado, cumple su función mediante el desarrollo de cuatro actividades fundamentales: a) la evaluación de riesgos para los inversores, los mercados y la estabilidad financiera; b) el establecimiento de un marco normativo único para los mercados financieros de la Unión Europea; c) la promoción de la convergencia supervisora; y d) la supervisión directa de determinadas entidades financieras.

En su **Orientación Estratégica 2020-2022**, ESMA se ha comprometido a integrar los factores de sostenibilidad en estas cuatro áreas de actuación al objeto de cumplir con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la Agenda 2030. Para ello, ESMA se centrará, dentro de sus competencias, en la identificación de riesgos de sostenibilidad y en la promoción de la transparencia de la información sobre factores ASG por parte de emisores y participantes en los mercados con el fin de que los inversores tengan un mejor conocimiento del impacto de estos factores en sus inversiones. ESMA tiene muy en cuenta el peso de la sostenibilidad en la estabilidad financiera y para ello trabaja en estrecha cooperación con otras autoridades como la Junta Europea de Riesgo Sistémico.

Desde la publicación del **Plan de Acción de la CE**, ESMA ha jugado un papel fundamental en su implementación y en la contribución al cumplimiento de los compromisos internacionales a los que se ha adherido la Unión Europea, como el Acuerdo de París o la Agenda 2030 de Naciones Unidas. Así ha desarrollado una serie de actuaciones encaminadas al desarrollo de los objetivos del Plan de Acción de reorientar los flujos de capital hacia actividades económicas más sostenibles, gestionar los riesgos financieros derivados del cambio climático, el agotamiento de los recursos, la degradación del medio ambiente y los problemas sociales y fomentar la transparencia y el largoplacismo en las actividades financieras y económicas.

Las actividades de ESMA que han contribuido al desarrollo del Plan de Acción y de otros mandatos específicos de la CE se han focalizado en las siguientes áreas:

1. El asesoramiento financiero prestado por las empresas de servicios de inversión y la integración de los factores de sostenibilidad en MiFID II¹¹

La Directiva sobre mercados de instrumentos financieros (MiFID II) obliga a que las empresas de servicios de inversión (incluidas las que prestan servicios de gestión de carteras) realicen una evaluación de idoneidad de sus clientes para valorar 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. Considera la CE que no siempre se valoran las preferencias del cliente en materia de sostenibilidad y que, con el fin de reorientar los flujos de capital hacia una economía más sostenible, se debe preguntar sobre las preferencias de los clientes respecto de factores ambientales, sociales y de gobernanza para tenerlas en cuenta a la hora de seleccionar los instrumentos financieros idóneos para cada cliente. También considera la Comisión que las normas sobre gobernanza de productos, en particular aquellas destinadas a definir el mercado destinatario, tampoco integran de forma expresa los factores de sostenibilidad.

En su Plan de Acción, la CE 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 inversión¹² 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 beneficios¹³) para que se consideren en las evaluaciones de idoneidad las preferencias ASG que los clientes puedan tener. La CE también indicaba a ESMA que tuviera en cuenta cualesquiera modificaciones a estos actos delegados para modificar sus Directrices relativas a la evaluación de idoneidad¹⁴ de forma acorde.

Con motivo de todo lo anterior y de un nuevo mandato por parte de la CE a ESMA para que le asesorase técnicamente sobre cómo incluir los factores de sostenibilidad en los actos delegados que regulan los requisitos de organización interna de las empresas

¹¹ Para mayor detalle sobre la integración de los factores de sostenibilidad en el paquete normativo de MiFID II, consúltese la sección 5.4. Caso de estudio: Modificación de MiFID II para incluir factores de sostenibilidad.

¹² Reglamento delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 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.

¹³ Directiva delegada (UE) 2017/593 de la Comisión de 7 de abril de 2016 por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios.

¹⁴ Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II.

de servicios de inversión, la gestión de sus riesgos y las políticas de conflictos de interés¹⁵, ESMA publicó un documento de consulta en diciembre de 2018. En este documento ESMA planteaba la integración de factores de sostenibilidad en 1) los actos delegados de la CE y Directrices de ESMA que regulan la evaluación de idoneidad, 2) los actos delegados de la CE y Directrices de ESMA que regulan la gobernanza de productos¹⁶ y 3) el acto delegado de la CE que regula los requisitos organizativos de las empresas de servicios de inversión, incluida la gestión de riesgos y los conflictos de interés.

Tras el análisis de las respuestas recibidas (69 en total) y el asesoramiento prestado por el Grupo de partes interesadas del sector de valores y mercados ESMA presentó sus recomendaciones técnicas a la Comisión el 30 de abril de 2019¹⁷.

El 8 junio de 2020, tomando en consideración las recomendaciones de ESMA, la CE sometió a consulta pública sendos proyectos de textos legales que modifican parcialmente la Directiva Delegada 2017/593 (gobernanza de productos) y el Reglamento Delegado 2017/565 (requisitos organizativos). Una vez que la CE adopte la versión definitiva de los actos delegados mencionados, ESMA tendrá que modificar sus Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad y sobre gobernanza de productos anteriormente citadas en consonancia con las enmiendas de la CE.

La información relativa a la modificación de la legislación delegada de MiFID II se presenta de forma detallada en el caso de estudio de la sección 5.4.

2. Integración de los factores y riesgos de sostenibilidad en UCITS y AIFMD

Otro mandato específico de la CE (julio de 2018) dirigido a ESMA y EIOPA, es aquel en que solicitó que ambas Autoridades le asesorasen técnicamente, de forma coherente y concertada, sobre la integración de elementos y riesgos relacionados con la sostenibilidad en las siguientes normas: Directiva sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS), Directiva de Solvencia II, Directiva de Distribución de Seguros, Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD) y Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II)¹⁸.

El mandato de la CE referido a UCITS y AIFMD se refiere a la inclusión de criterios de sostenibilidad en los preceptos de ambas normas relativos a requisitos de organización, condiciones operativas y gestión del riesgo.

ESMA publicó sendos documentos de consulta (uno para MiFID II y otro para UCITS

¹⁵ Reglamento delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 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.

¹⁶ Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II.

¹⁷ Final Report: ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II.

¹⁸ En relación con la información relativa al asesoramiento técnico prestado por ESMA a la CE respecto de la integración de factores y riesgos de sostenibilidad en MiFID II, consúltense el apartado inmediatamente anterior de esta sección y la sección 5.4 Caso de estudio: Introducción de factores ASG en MiFID II.

y AIFMD¹⁹) en diciembre de 2018 con el objeto de recabar información y reacciones de la industria y demás agentes del mercado a las propuestas de modificaciones legislativas realizadas. Asimismo, celebró una audiencia pública en febrero de 2019 dirigida a la industria para obtener información adicional. También el Grupo de partes interesadas del sector de los valores y mercados hizo comentarios y sugerencias respecto de las propuestas realizadas por ESMA.

Tras el análisis de las respuestas recibidas (60 en total), ESMA remitió su asesoramiento técnico a la CE el 30 de abril de 2019²⁰. El contenido de las modificaciones propuestas por ESMA se resume en los siguientes puntos:

- **Requisitos organizativos** (artículos 4, 5 y 9 de la Directiva 2010/43/UE²¹ y 22, 57 y 60 del Reglamento Delegado 231/2013²²): Se propone la inclusión en estos artículos de los riesgos de sostenibilidad con el fin de que las sociedades gestoras y los fondos autogestionados los tengan en cuenta a la hora de cumplir con los requisitos organizativos que impone MiFID II, debiendo contar con los recursos adecuados que garanticen que su integración en la organización sea efectiva. Además, ESMA propone exigir a los directivos de las sociedades gestoras responsabilidades respecto de esta nueva obligación.
- **Condiciones operativas** (nuevo considerando 17 bis y modificación del artículo 23 de la Directiva 2010/43/UE, nuevo considerando 48 bis y modificación del artículo 18 del Reglamento Delegado 231/2013): Se recomienda por ESMA la inclusión de los riesgos de sostenibilidad en los preceptos mencionados con el objetivo de que las sociedades gestoras y los fondos autogestionados los integren en sus procedimientos de gestión de los conflictos de interés y de diligencia debida. ESMA también propone que se tenga en cuenta el impacto negativo de las decisiones de inversión en los factores de sostenibilidad e, incluso, que las sociedades gestoras desarrollen estrategias para minimizarlo.
- **Gestión del riesgo** (artículos 38 de la Directiva 2010/43/UE y 40 del Reglamento Delegado 231/2013): ESMA sugiere la inclusión de los riesgos de sostenibilidad en estos artículos con el objetivo de que en la evaluación realizada por las sociedades gestoras sobre la exposición de sus fondos a ciertos riesgos, integren estos.

A la luz de las recomendaciones de ESMA, la CE publicó el 8 de junio de 2020 dos

¹⁹ Consultation Paper On integrating sustainability risks and factors in the UCITS Directive and AIFMD.

²⁰ ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in the UCITS Directive and AIFMD.

²¹ Directiva 2010/43/UE de la Comisión de 1 de julio de 2010 por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión.

²² Reglamento delegado (UE) No 231/2013 de la Comisión de 19 de diciembre de 2012 por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión.

proyectos legislativos²³ que pretenden modificar el régimen de UCITS y AIFMD para la integración en estos de factores y riesgos de sostenibilidad.

En ambos proyectos legislativos, la CE remite a las definiciones que el Reglamento de Divulgación establece para los términos “factores” y “riesgos de sostenibilidad”, lo que contribuirá a una mayor coherencia del paquete legislativo de sostenibilidad.

En relación con el régimen de los **gestores de fondos de inversión alternativa (AIFMD) y de gestores de fondos UCITS**, las principales modificaciones que se proponen son las siguientes:

- a) Tendrán que integrarse los riesgos de sostenibilidad ASG en los procedimientos de diligencia debida relativos a la selección y seguimiento de inversiones. Además, si la gestora ha decidido tener en cuenta las incidencias adversas de sus decisiones de inversión sobre los factores de sostenibilidad, tal cual se estipula en el artículo 4 del Reglamento de Divulgación, aparte de tener el conocimiento adecuado de los fondos en los que se invierte, dichas incidencias se tendrán en cuenta a la hora de seleccionar y realizar un seguimiento de las inversiones y a la hora de establecer políticas y procedimientos de diligencia debida así como cualquier otro proceso para garantizar que las decisiones de inversión se llevan a cabo conforme a los objetivos, estrategia de inversión y límite de riesgo de los fondos.
- b) Los gestores de fondos UCITS, adicionalmente, tendrán que tener en cuenta los riesgos de sostenibilidad en lo que respecta a su política de gestión de riesgos, según se establece en el artículo 23.4 de la Directiva 2010/43/UE de requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión²⁴. Esto conlleva la realización de previsiones y análisis así como el ejercicio de la competencia, atención y diligencia necesarias al concluir acuerdos con terceras partes.
- c) En lo que respecta a los recursos, la gestora deberá contar con el personal suficiente que reúna las competencias, conocimientos y experiencia para llevar a cabo las labores encomendadas y, en particular, respecto de la gestión de riesgos de sostenibilidad se deberá retener a los empleados con el conocimiento y experiencia requeridas.
- d) Los riesgos de sostenibilidad deberán ser tenidos en cuenta así mismo en la identificación y gestión de los conflictos de interés, como consecuencia de la integración de aquellos en los procesos, sistemas y controles internos de la gestora.

²³ Commission Delegated Regulation (EU) amending Delegated Regulation (EU) No 231/2013 as regards sustainability risks and sustainability factors to be taken into account by Alternative Investment Fund Managers and Commission Delegated Directive (EU) amending Directive 2010/43/EU as regards the sustainability risks and sustainability factors to be taken into account for Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS).

²⁴ Directiva 2010/43/UE de la Comisión de 1 de julio de 2010 por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión.

- e) La política de gestión de riesgos ha de contemplar procedimientos para valorar y gestionar la exposición de los fondos a los riesgos de sostenibilidad.
- f) Los riesgos de sostenibilidad, además, deben integrarse en los sistemas organizativos y controles de la sociedad.
- g) Y por último, se atribuyen una serie de responsabilidades a la dirección respecto de la integración de los riesgos de sostenibilidad en la implementación de las políticas de inversión de los fondos, en la monitorización de la aprobación de las estrategias de inversión, en las políticas y procedimientos de evaluación, en la función de cumplimiento normativo, en los procedimientos y políticas de gestión de riesgos, en las políticas de remuneración (solo para las gestoras de fondos alternativos) en la aprobación y revisión periódica de la idoneidad de los procedimientos internos y en las actuaciones necesarias para garantizar y verificar regularmente que las políticas, estrategias de inversión y límites de riesgos se han implementado y se cumplen de forma debida.

Se espera que la CE adopte la versión definitiva de estas modificaciones legislativas en los primeros meses de 2021.

3. La integración de la sostenibilidad en las calificaciones de las agencias de calificación crediticias.

La CE considera en su Plan de Acción la importancia del papel que juegan las calificaciones en los mercados financieros ya que proporcionan a los inversores evaluaciones de la solvencia de las empresas e instituciones públicas. Subraya la Comisión la peculiaridad de la concentración de las agencias de calificación crediticia que además otorgan sus calificaciones en función de la información material disponible en el mercado; pero no está claro, a los ojos de la CE, si en estas calificaciones se tienen en cuenta los factores de sostenibilidad y, si se hace, en qué grado se tienen en cuenta. Cree la CE que es recomendable aumentar la transparencia en este ámbito, para ello le encomienda a ESMA que evalúe las prácticas actuales del mercado de la calificación crediticia analizando el grado en que se tienen en cuenta las consideraciones ambientales, sociales y de gobernanza y que incluya la información sobre sostenibilidad ambiental y social en sus Directrices sobre la divulgación de información destinadas a las agencias de calificación crediticia y, si es necesario, desarrolle directrices o medidas adicionales.

Así, en diciembre de 2018, ESMA sometió a consulta pública una propuesta para incluir factores de sostenibilidad en sus Directrices sobre requisitos de información aplicables a las calificaciones crediticias. Con el objetivo general de mejorar la transparencia de la información tenida en cuenta por las agencias a la hora de otorgar una calificación crediticia, el capítulo 4 del documento de consulta²⁵ se centraba en el objetivo particular de mejorar esta información cuando los factores ASG fueran un elemento clave en la

²⁵ Consultation Paper, Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings.

adjudicación de una calificación crediticia. El documento contenía una serie de medidas para mejorar la transparencia de las notas de prensa relativas a la consideración de los factores de sostenibilidad cuando estos hubieran sido tomados en consideración en la emisión de una calificación crediticia.

Teniendo en cuenta las respuestas recibidas (28 en total, de las cuales 14 fueron de agencias de calificación crediticia y el resto de otros participantes del mercado), ESMA remitió sus recomendaciones técnicas²⁶ a la CE en julio de 2019. En dichas recomendaciones ESMA advertía que aunque las agencias que habían participado en la consulta pública sí tenían en cuenta factores ASG en sus calificaciones crediticias, la medida en que cada uno de los factores era tenido en cuenta variaba en función del tipo de activo según el peso que la metodología de la agencia le asignase al objeto de evaluar su solvencia crediticia; en consecuencia, no se puede considerar que las calificaciones crediticias faciliten una opinión sobre las características de sostenibilidad de un emisor o empresa.

ESMA también consideraba, en sus recomendaciones a la CE, que no era procedente modificar el Reglamento de Agencias de Calificación Crediticia para establecer de forma obligatoria la consideración de factores ASG en las evaluaciones de crédito realizadas por las agencias de calificación crediticia. Sin embargo, ESMA era de la opinión que podía resultar útil modificarlo para lograr una mayor transparencia en la información sobre cómo las agencias de calificación crediticia tienen en cuenta los factores ASG en sus evaluaciones.

Finalmente, ESMA reconocía la procedencia de valorar si hay suficientes garantías en el marco jurídico actual para aquellos productos de evaluación o calificación no crediticia relativa a la sostenibilidad.

En la misma fecha en que ESMA remitió su asesoramiento técnico a la Comisión, publicó sus **Directrices sobre requisitos de información aplicables a las calificaciones crediticias**²⁷. El objetivo fundamental de las Directrices es mejorar la calidad general y la coherencia de las notas de prensa de las agencias de calificación crediticia con su actividad de calificación. Las Directrices ofrecen una serie de consejos detallados sobre el contenido de la información que las agencias deben publicar cuando otorguen una calificación crediticia y exigen mayor transparencia cuando los factores ASG sean un motivo fundamental en el cambio de la calificación crediticia de un emisor u otra empresa, lo cual permitirá que los usuarios puedan valorar mejor cuándo los factores de sostenibilidad determinan los cambios en las calificaciones crediticias.

4. Desarrollo legislativo de segundo nivel del Reglamento 2019/2088 sobre divulgación de información sobre sostenibilidad

Íntimamente relacionado con la necesidad de clarificar las **obligaciones de los inversores institucionales y los gestores de activos** (acción 7 del Plan de Acción), a la cual ha

²⁶ ESMA Technical Advice to the European Commission on Sustainability Considerations in the credit rating market.

²⁷ Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings.

venido a dar respuesta el **Reglamento 2019/2088 de divulgación de información sobre sostenibilidad**, hay que citar el trabajo legislativo que ESMA, como parte del Comité Mixto, está desarrollando en la actualidad. El Reglamento 2019/2088 pretende dar respuesta a la falta de normas armonizadas en materia de transparencia respecto de productos financieros con características ambientales, sociales y de buen gobierno, lo que dificulta la comparabilidad de productos en cuanto a sus riesgos, objetivos y características de sostenibilidad. Así mismo el Reglamento 2019/2088 impone una serie de obligaciones de información respecto de ciertos productos financieros con características u objetivos sostenibles con el objeto de prevenir y hacer frente a prácticas como la del blanqueo ecológico o *greenwashing*. El Reglamento contiene varios mandatos dirigidos al Comité Mixto para que este desarrolle, por medio de varios **proyectos de normas técnicas de regulación**, algunas de estas obligaciones de información, en concreto:

- El contenido, metodologías y presentación de la información sobre **incidencias adversas en materia de sostenibilidad a nivel de entidad**, incluidos los indicadores de sostenibilidad en relación con las incidencias adversas en el ámbito de los asuntos sociales y laborales, el respeto de los derechos humanos, la lucha contra la corrupción y el soborno (artículo 4).
- Los detalles de la presentación y el contenido de la **información precontractual** relativa a la promoción de las características medioambientales o sociales o de las inversiones sostenibles de los productos financieros regulados en los artículos 8 y 9, respectivamente (artículos 8 y 9).
- Los detalles del contenido y los requisitos de presentación de la información en los **sitios web** sobre la promoción de las características medioambientales o sociales y de las inversiones sostenibles de los productos de los artículos 8 y 9, respectivamente (artículo 10).
- Los pormenores de la presentación y el contenido de la **información periódica** sobre la promoción de las características medioambientales o sociales y de las inversiones sostenibles de los productos financieros de los artículos 8 y 9 respectivamente (artículo 11).

El Comité Mixto publicó en abril de 2020 un documento de consulta, *Joint Consultation Paper - ESG Disclosures*, que contiene, entre otros, el proyecto de normas técnicas que da respuesta al mandato de la CE. El Comité Mixto, además, hizo una nueva consulta en el mes de septiembre sobre los formularios para la publicación de información de los productos que promueve características sociales o medioambientales y los que persiguen un objetivo sostenible. Tras la finalización de ambas consultas, el Comité Mixto ha procedido a analizar las respuestas recibidas para modificar e integrar, según su conveniencia, las sugerencias realizadas por la industria y otros participantes en la consulta. Se prevé que a finales de enero de 2021, el Comité Mixto remita a la CE el proyecto definitivo.

El **Reglamento de Taxonomía**, publicado en junio de 2020, establece las condiciones para determinar cuándo una actividad económica puede ser considerada como sos-

tenible desde el punto de vista medioambiental, introduce varias modificaciones a las obligaciones existentes para la publicación de información no financiera por parte de ciertas empresas conforme a la Directiva 2013/34/EU²⁸ y complementa las obligaciones introducidas por el Reglamento 2019/2088 de divulgación. Además el Reglamento de la Taxonomía otorga de nuevo varios mandatos al Comité Mixto para desarrollar **proyectos de normas técnicas de regulación que modificarán y complementarán el Reglamento 2019/2088** de divulgación y sus propias normas técnicas. ESMA, junto con EBA y EIOPA, comenzó a trabajar en estos proyectos de normas técnicas en verano de 2020. Dichos mandatos son los siguientes:

- 1) Desarrollo de los detalles de la presentación y contenido de la información relacionada con **la noción de “no causar un perjuicio significativo”** (“*do no significant harm*”) utilizada en la definición de las “inversiones sostenibles” del artículo 2(17) del Reglamento 2019/2088 de Divulgación y sus propias normas técnicas (artículo 25.2 del Reglamento de Taxonomía).
- 2) Desarrollo de los detalles de la presentación y contenido de la **información pre-contractual de los productos que promuevan características medioambientales** de acuerdo con los criterios establecidos en el artículo 3 propio Reglamento de Taxonomía.
- 3) Desarrollo de los detalles de la presentación y contenido de la **información pre-contractual de los productos que tengan como objetivo una inversión sostenible medioambiental** conforme a los criterios que definen las actividades económicas sostenibles de acuerdo con el artículo 3 del Reglamento de Taxonomía.
- 4) Desarrollo de la presentación y contenido de la **información periódica que habrán de presentar los productos que promuevan características medioambientales o cuyo objetivo sea una inversión sostenible medioambiental** conforme a los criterios definidos por el Reglamento de Taxonomía.

En el documento de consulta que el Comité Mixto publicó en abril de 2020, se incluían en la parte del proyecto de normas técnicas del Reglamento de Divulgación varios preceptos relativos al mandato relativo al concepto de no causar un perjuicio significativo ya que el plazo para su entrega (30 de diciembre de 2020) a la CE era más urgente que para el resto de mandatos contenidos en el Reglamento de la Taxonomía. Se espera que, para el resto de mandatos del Reglamento de Taxonomía especificados anteriormente, el Comité Mixto inicie un periodo de consulta pública en el primer trimestre de 2021.

²⁸ Directiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los estados financieros anuales, los estados financieros consolidados y otros informes afines de ciertos tipos de empresas, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se derogan las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo.

5. *Divulgación de información sobre sostenibilidad y normas contables*

También ESMA ha cooperado en la implementación de la acción 9 del Plan de Acción de la CE, relativa a **reforzar la divulgación de información sobre sostenibilidad y la elaboración de normas contables**.

En relación al estudio sobre la **adecuación de la legislación de la UE relativa a la publicación de información corporativa** (incluida la Directiva 2014/95/UE de divulgación de información no financiera), iniciado por la CE para evaluar si los requisitos de publicación de información de las sociedades cotizadas y no cotizadas son adecuados para los fines perseguidos, ESMA participó en la consulta pública realizada por la CE a mediados de 2018. El objeto de este ejercicio de consulta era averiguar si la legislación en vigor es adecuada para la consecución de los fines que persigue, apropiada para afrontar los nuevos retos de la sostenibilidad y la digitalización, coherente y si supone un valor añadido en el ámbito de la Unión Europea; se trata de un ejercicio diferente de la evaluación continua realizada por los supervisores respecto de la información corporativa de las empresas obligadas, pero coordinado con este.

En su respuesta, centrada en el ámbito de las competencias de sus miembros, esto es, de los supervisores nacionales de mercados de valores, ESMA se opone a la posibilidad de que la CE introduzca modificaciones o excepciones a las normas internacionales de información financiera (NIIF) emitidas por el *International Accounting Standards Board* (IASB) como sugiere el Grupo de Expertos de Alto Nivel de Finanzas Sostenibles. Considera ESMA que esto iría en detrimento del objetivo de dichas normas que son estándares internacionales de información financiera utilizados por los emisores y cuya naturaleza es global. ESMA cree que la Unión Europea (UE) debería liderar el compromiso de aplicar las NIIF, lo cual repercutiría en una posición de mayor influencia en el desarrollo de estas normas y su aplicación, además, beneficia la competitividad de las empresas europeas en el contexto internacional, lo cual cambiaría si la UE comenzase a adoptar excepciones a las NIIF. ESMA también se muestra muy cauta a la hora de apoyar la propuesta de introducir consideraciones de sostenibilidad en los criterios de adopción de las NIIF puesto que considera que la finalidad de estas normas es promover la transparencia y una mejor toma de decisiones en los mercados financieros por lo que deberían mantenerse neutrales respecto de otros objetivos de políticas públicas.

Respecto de las obligaciones de divulgación de información no financiera, la reflexión preliminar de ESMA apunta a que quizá la eficacia de la Directiva 14/95/EU hubiera sido mayor si se hubiera prescrito un único marco de estándares o normas para publicar este tipo de información.

ESMA también ha participado en la consulta del *European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG)* sobre el impacto de la NIIF 9 relativa a instrumentos financieros en relación a las inversiones sostenibles.

Así mismo, dentro de su *Corporate Reporting Standing Committee*, ESMA ha establecido un grupo de trabajo dedicado al **análisis de la información no financiera publicada por las empresas obligadas** que tiene también por objeto compartir experiencias de los

miembros en su labor de supervisión de esta información. Esta actividad es una de las prioridades del plan de trabajo de ESMA que, en su Informe Anual, incluirá una sección con el análisis de los asuntos más relevantes.

Por último, hay que señalar que ESMA es miembro observador del **Laboratorio Europeo de Información Corporativa**, creado también a instancias del Plan de Acción, para fomentar la innovación y el desarrollo de las mejores prácticas en los informes corporativos, incluida la contabilidad ambiental. En este foro, las empresas y los inversores comparten e intercambian las mejores prácticas sobre la comunicación de información en materia de sostenibilidad, incluida la relacionada con el clima.

6. Promoción de un gobierno corporativo sostenible y reducción del cortoplacismo

En relación con la acción 10 del Plan de Acción de la CE, que se refiere a la promoción de un gobierno corporativo sostenible y a la reducción del cortoplacismo en los mercados de capitales, ESMA, al igual que EIOPA y EBA, recibió un mandato de la Comisión para analizar la posible existencia de presiones cortoplacistas en los mercados. La Comisión pedía a ESMA que identificara las áreas que pudieran ser origen de estas presiones y que incluyese recomendaciones si detectaba asuntos en los que tuvieran que actuar los reguladores.

Para llevar a cabo este estudio, ESMA identificó varias áreas en las que las recomendaciones regulatorias serían de mayor utilidad para los colegisladores; dichas áreas son: estrategias de inversión y horizonte temporal de las inversiones, contribución de la información sobre factores de sostenibilidad en favor de estrategias de inversión largo-placistas, papel del “valor razonable” en la toma de mejores decisiones de inversión, colaboración con los inversores institucionales, remuneración de los gestores de fondos y directivos de empresas y utilización de permutas de cobertura por incumplimiento crediticio por parte de los fondos de inversión.

ESMA realizó una consulta pública, llevó a cabo un estudio de la literatura relevante y celebró una reunión con distintos grupos de interés para recabar información sobre las prácticas de mercado existentes y las opiniones de los distintos participantes en los mercados. Del análisis de toda esta información, ESMA concluyó en el informe publicado en diciembre de 2019²⁹ que, en la actualidad, no se puede concluir que existan evidencias de presiones cortoplacistas en los mercados que puedan suponer un menoscabo a las inversiones sostenibles y realizó una serie de recomendaciones concretas a la CE en relación con la publicación de información no financiera (reforma de la Directiva de información no financiera, promoción de un único estándar internacional para publicación de información sobre sostenibilidad e inclusión de los estados de información no financiera en el informe anual) y los inversores institucionales (revisión de la “lista blanca” de la Directiva de ofertas públicas de adquisición³⁰, la posibilidad de voto de los accionistas

²⁹ Report. Undue short-term pressure on corporations .

³⁰ Directiva 2004//25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición.

sobre el estado de información no financiera y la supervisión de la aplicación de la nueva Directiva de derechos del accionista³¹).

Al margen del Plan de Acción, ESMA, consciente de la importancia y el peso creciente de las inversiones ambientales, sociales y de buena gobernanza en los mercados financieros, estableció a mediados de 2019 un grupo de trabajo específico, la *Coordination Network on Sustainability* (CNS), presidida por la CNMV, para supervisar y garantizar un enfoque homogéneo en las distintas líneas de trabajo llevadas a cabo en los comités permanentes de ESMA en el área de sostenibilidad y en la autoridades nacionales miembros de ESMA. Su naturaleza es, pues, transversal y constituye un foro de intercambio de conocimiento y experiencias de los supervisores europeos.

Desde este grupo de trabajo, se han coordinado las respuestas colectivas de los supervisores nacionales de la UE a varias consultas públicas que la CE ha realizado en 2020, entre las que cabe señalar, la modificación de la Directiva de información no financiera, la Estrategia Renovada sobre Finanzas Sostenibles o la adopción de un estándar sobre bonos verdes.

Otro trabajo que ha coordinado la CNS recientemente ha sido la preparación de un documento con recomendaciones para el desarrollo del artículo 8 del Reglamento de la Taxonomía, en respuesta a una solicitud de la CE y que ESMA sometió a consulta pública en noviembre de 2020; aunque la CNS es el departamento encargado de coordinar estas repuestas, el grueso del trabajo de la elaboración de este documento corresponde al *Corporate Reporting Standing Committee*. ESMA recibió este mandato de la CE en septiembre y su contenido se refiere a la obligación impuesta por el artículo 8 que establece el requisito de que las empresas obligadas a publicar información no financiera conforme a la Directiva 2013/34/UE incluyan en su estado no financiero información sobre la manera y medida en que las actividades de la empresa se asocian a actividades económicas medioambientalmente sostenibles según los criterios establecidos por el propio Reglamento de Taxonomía. El mandato de la CE a ESMA se refiere a los siguientes aspectos que han de desarrollarse en el acto delegado que se espera publique la CE a principios de 2021 y que sometió a consulta pública el 20 de noviembre de 2020:

- La presentación detallada de los tres indicadores claves de actividad (facturación, activo fijo y gastos de explotación) a los que alude el artículo 8 del Reglamento de la Taxonomía por parte de las empresas no financieras.
- La información que los gestores de activos sujetos al ámbito de aplicación de la Directiva de Información no Financiera deberían divulgar en relación al modo en que sus actividades se destinan a financiar actividades económicas sostenibles desde el punto de vista medioambiental según lo establecido por el Reglamento de la Taxonomía.

³¹ Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

El documento publicado por ESMA desarrolla de forma detallada ambos puntos en las secciones 3 y 4 de su documento de consulta. Tras finalizar el periodo de recogida de comentarios el 4 de diciembre de 2020, se espera que ESMA publique un informe definitivo a finales de febrero de 2021 con las recomendaciones solicitadas por la CE.

También ha sido el *Corporate Reporting Standing Committee*, bajo la coordinación de la CNS, el departamento que ha preparado la **respuesta a la consulta pública de la Fundación IFRS sobre la creación de un estándar de internacional de sostenibilidad**, publicada en diciembre de 2020. En dicha respuesta, ESMA se muestra a favor de la iniciativa de la Fundación IFRS, recuerda los tres principios en los que, según su entender, deberían asentarse los estándares internacionales (sistema de gobernanza independiente, supervisión por el sector público y capacidad de fomentar la protección del inversor) e incide en la necesidad de tener en cuenta las particularidades de determinadas jurisdicciones cuya legislación en materia de sostenibilidad está más desarrollada y, en este sentido, hace referencia a la necesidad de contemplar el principio de doble materialidad tal cual se recoge en la normativa europea.

7. *Estrategia de Finanzas Sostenibles de ESMA*

Ya para finalizar, es preciso hacer mención a la **Estrategia de finanzas sostenibles de ESMA**³², publicada a principios de 2020, en la cual se sientan las bases de sus líneas de actuación y se describen las prioridades de la Autoridad europea para contribuir a la consecución de los compromisos internacionales de la UE en este ámbito y del Pacto Verde de la Comisión. Las prioridades anunciadas en la Estrategia son las siguientes:

- 1) Completar el marco regulatorio de las obligaciones de transparencia establecida en el Reglamento 2019/2088.
- 2) Informar sobre las tendencias, riesgos y vulnerabilidades de las finanzas sostenibles.
- 3) Utilización de los datos e información disponible para analizar los riesgos financieros originados por el cambio climático.
- 4) Promover la convergencia supervisora entre los supervisores nacionales para prevenir el riesgo de blanqueo ecológico, malas prácticas y fomentar la transparencia y la calidad de la información no financiera.
- 5) Participar en la Plataforma de la UE de Finanzas Sostenibles, que desarrollará y actualizará el Reglamento de Taxonomía y vigilará los flujos de capital hacia las finanzas sostenibles.
- 6) Garantizar que las entidades supervisadas por ESMA se adhieren a las Directrices sobre factores de sostenibilidad.
- 7) Aceptar cualquier nuevo mandato relacionado con la sostenibilidad.

³² Strategy on Sustainable Finance.

Aunque todavía es mucho el camino que queda por recorrer, ESMA, junto con las autoridades supervisoras nacionales, ha empezado a trabajar en un campo que, dentro de poco, se extenderá a prácticamente todas las áreas de la actividad económica, por lo que es preciso tomar ventaja para poder servir mejor a nuestros objetivos comunes de proteger al inversor, favorecer la transparencia de la información en los mercados y garantizar unos mercados eficientes y estables.

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