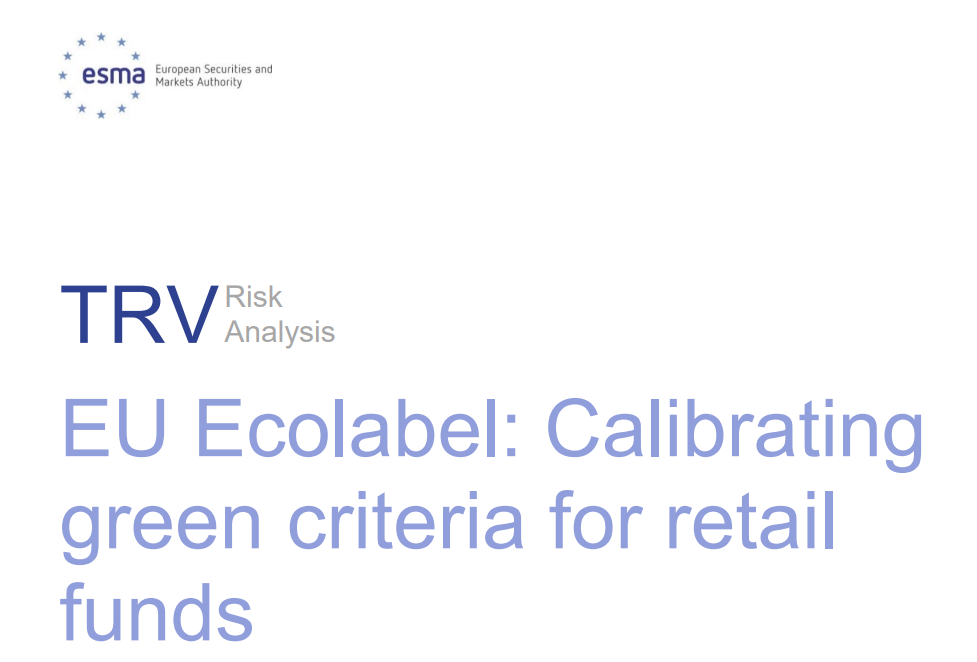
Etiqueta ecológica de la UE - Calibración de los criterios ecológicos para los fondos minoristas



Protección del inversor

**Etiqueta ecológica de la UE: calibración de los criterios ecológicos para los fondos minoristas**

**Resumen**

La etiqueta ecológica de la UE es una etiqueta a escala de la UE concedida a productos y servicios ecológicos. Se ha considerado una versión de la etiqueta para productos financieros minoristas como una opción para ayudar a los inversores minoristas a tomar decisiones de inversión informadas sobre las características de sostenibilidad de los productos de inversión. En este artículo probamos tres criterios clave de la etiqueta ecológica en una muestra de 3 000 fondos de renta variable OICVM orientados a la sostenibilidad con 1 billón de euros en activos bajo gestión. Utilizando las tenencias de carteras de fondos y los datos indirectos, el Tribunal constata que solo 16 fondos (el 0,5 % de la muestra) cumplen el umbral mínimo de verdor de cartera propuesto del 50 % y los requisitos de exclusión. Estos resultados ponen de relieve el equilibrio entre el rigor y la viabilidad de los requisitos de la etiqueta ecológica. El artículo ilustra además el impacto de las diferentes calibraciones de umbral en el número de fondos elegibles y los volúmenes potenciales de financiación verde canalizados a través de los fondos de la etiqueta ecológica. El análisis no prejuzga ninguna evolución política o decisión relativa a una etiqueta ecológica de la UE para los productos financieros.

**Los beneficios del etiquetado ESG dependen de la credibilidad**

El aumento de la inversión sostenible impulsa cada vez más a los inversores a cuestionar el impacto de sus inversiones en el medio ambiente y la sociedad. Las etiquetas ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) ofrecen una posible respuesta al aportar tres beneficios principales: a) facilitan a los inversores la comparación de productos a través de criterios estandarizados; b) ofrezcan algunas garantías sobre el carácter ecológico de los productos de inversión mediante la introducción de requisitos mínimos; y c) apoyan la labor de diligencia debida de los inversores aumentando la transparencia.

La materialización de estos beneficios depende de la credibilidad de las etiquetas. Sin embargo, construir credibilidad no es una tarea fácil y el éxito de una etiqueta ecológica de la UE para los productos financieros al por menor probablemente dependería de la rigurosidad percibida de sus criterios. Al mismo tiempo, los estrictos requisitos de elegibilidad pueden hacer que sea poco atractivo para los gerentes de productos ecológicos obtener la etiqueta, que sería puramente voluntaria. Por lo tanto, la elección de los criterios de la etiqueta ecológica y la calibración de los umbrales tendrían que tener como objetivo lograr un equilibrio entre la credibilidad de la etiqueta y la viabilidad de los requisitos.

El Tribunal ilustra este reto probando tres criterios clave de la etiqueta ecológica en una muestra de 3 000 fondos de renta variable OICVM orientados a la sostenibilidad con 1 billón EUR en activos totales gestionados. Utilizando las tenencias de carteras de fondos de 2021 y los datos indirectos, el Tribunal constata que solo el 0,5 % de los fondos de la muestra del Tribunal cumplirían el umbral mínimo de verdor de cartera propuesto del 50 % y una selección de requisitos de exclusión ambiental y social. El artículo ilustra además el impacto de las diferentes calibraciones de umbral en el número de fondos elegibles. El análisis no prejuzga ninguna evolución política o decisión relativa a la etiqueta ecológica de la UE.

La etiqueta ecológica de la UE

La etiqueta ecológica de la UE para los productos financieros al por menor sería un primer intento de la Comisión Europea de desarrollar una etiqueta a escala de la UE para los productos de inversión minorista ecológicos. El proyecto se propuso originalmente como parte del Plan de Acción de la Comisión sobre Finanzas Sostenibles en 2018. 2 La etiqueta ecológica tendría por objeto aumentar la protección de los inversores y canalizar el capital hacia proyectos ecológicos que contribuyan a financiar el Pacto Verde Europeo.

El último conjunto de propuestas técnicas del Centro Común de Investigación (JRC) de la Comisión Europea (Boyano et al., 2021) se ha encontrado con preocupaciones de la industria sobre la calibración de los umbrales3, y algunos gestores de activos y asociaciones comerciales advirtieron sobre las consecuencias de adoptar criterios excesivamente selectivos. Un universo de inversión reducido puede implicar (en igualdad de condiciones) una mayor concentración de la inversión en unos pocos activos y una reducción de los beneficios de diversificación, lo que puede aumentar la volatilidad de una cartera, afectar los rendimientos y conducir a la sobrevaloración de los activos. Además, parte de los criterios necesarios para finalizar una etiqueta ecológica de la UE para los productos financieros dependen de la disponibilidad del último conjunto de parámetros en virtud del Reglamento de taxonomía de la UE (aún en desarrollo).

Criterios de la etiqueta ecológica

La etiqueta ecológica es un sistema voluntario que exige el cumplimiento de seis criterios principales.4 Estos incluyen una combinación de umbral mínimo de verdor, requisitos de exclusión y obligaciones de transparencia. Los tres primeros criterios introducen umbrales cuantitativos que pueden ser probados y, por lo tanto, son el foco de este artículo. La etiqueta ecológica estaría destinada a aplicarse a una amplia gama de productos financieros minoristas, incluidos los fondos de renta variable minorista, los bonos y los fondos de inversión mixtos, los productos de inversión basados en seguros y los depósitos a plazo fijo y de ahorro. Los criterios varían en cierta medida en función del tipo de producto, y los aplicables a los fondos de renta variable OICVM se resumen en el cuadro 1.

El criterio 1 impone un umbral mínimo de verdor de cartera del 50 %, medido por la armonización con la taxonomía de la UE5. La dependencia de la taxonomía de la UE aporta beneficios considerables. En primer lugar, garantiza que los gestores y proveedores de productos financieros se basen en definiciones normalizadas de actividades sostenibles desde el punto de vista ambiental que estén en consonancia con las utilizadas en otras partes de la legislación de la UE (por ejemplo, la Norma Europea sobre Bonos Verdes6). En segundo lugar, aprovecha los futuros requisitos de divulgación en virtud del Reglamento sobre taxonomía de la UE, que elimina la necesidad de informes adicionales por parte de las empresas de la UE, al tiempo que aumenta la fiabilidad y la comparabilidad de la información, lo que genera más ahorros en términos de acceso a los datos y los sistemas informáticos necesarios para procesarlos.



La disponibilidad actualmente limitada de información relacionada con la taxonomía constituye un desafío importante.

— Grandes empresas de la UE. Las empresas incluidas en el ámbito de aplicación de la Directiva de la UE sobre información no financiera7 tendrán que divulgar información relacionada con la taxonomía a partir de 2024. Se estima que 11 000 empresas están comunicando actualmente información no financiera, pero esto debería aumentar a alrededor de 49 000 empresas en 2024 una vez que se aplique la Directiva sobre información sobre sostenibilidad de las empresas (CSRD).

— Pequeñas y medianas empresas (PYME), empresas no pertenecientes a la UE. Una vez que el CDS entre en vigor, la información relacionada con la taxonomía seguirá sin estar disponible para muchas PYME y empresas no pertenecientes a la UE.8

Estos desafíos implican que los gerentes de producto necesitarán estimar (y justificar) la alineación de las empresas en su cartera con la taxonomía de la UE o necesitarán confiar en datos proxy producidos por proveedores externos. En el caso de los fondos de inversión, las primeras estimaciones de la proporción de carteras alineadas con la taxonomía de la UE sugieren que la alineación taxonómica de los fondos de inversión es muy baja. Sobre la base de los coeficientes sectoriales desarrollados por Alessi et al. (2019), la alineación estimada de los fondos domiciliados en la UE con la taxonomía de la UE fue del 1,4 % en 2020 (AEVM, 2020). Los casos de uso de los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas muestran además que incluso los fondos especializados no logran altos índices de alineación taxonómica.9 Los bajos niveles de alineación se derivan en cierta medida del estrecho alcance del marco de taxonomía actual (Vinueza-Peter, L., 2022), lo que sugiere que la alineación podría aumentar en el futuro con la inclusión de objetivos ambientales adicionales en el marco.

Los criterios segundo y tercero se centran en las exclusiones de la cartera de fondos (o umbrales máximos) en aspectos ASG. Estas exclusiones se aplican además del principio de "No causar daño significativo" (DNSH) ya incorporado en los requisitos de la taxonomía (es decir, bajo el primer criterio).10 Más concretamente, en el marco de los fondos de renta variable OICVM, el segundo criterio impone que las carteras de fondos no incluyan acciones emitidas por sociedades que obtengan más del 5 % de su volumen de negocios de actividades perjudiciales para el medio ambiente. El tercer criterio exige que los productos financieros inviertan en empresas que cumplan con las salvaguardias sociales y de gobernanza mínimas y excluyan a las empresas que obtengan ingresos procedentes de actividades socialmente perjudiciales.

Los tres criterios restantes se centran en la política de compromiso del producto financiero (incluido el ejercicio de los derechos de voto y las interacciones con los gerentes de producto), los requisitos de información y transparencia. Estos no se tratan en este artículo, ya sea por falta de datos necesarios para evaluar el cumplimiento de los fondos, o porque se refieren a la información que los gestores de productos deben poner a disposición de los inversores una vez que se haya obtenido la etiqueta ecológica.

Comprobación de la etiqueta ecológica para los fondos de renta variable OICVM

En esta sección, nuestro objetivo es evaluar el cumplimiento de los tres primeros criterios para una amplia muestra de fondos de renta variable OICVM orientados a la sostenibilidad. Dados los desafíos de datos destacados anteriormente, esta evaluación se basa en datos indirectos y requiere varios supuestos. Como tal, solo pretende ilustrar las metodologías de cálculo necesarias para cumplir los criterios cuantitativos de la etiqueta ecológica y sus posibles resultados.

Tras la aplicación del Reglamento sobre divulgación de información sobre finanzas sostenibles (SFDR)11, los participantes en los mercados financieros se enfrentan a determinados requisitos de divulgación de información para los productos con características de sostenibilidad comercializados en la UE. Más concretamente, los productos que alegan características medioambientales o sociales deben revelar, en virtud del artículo 8 del SFDR, cuáles son estas características (fondos del artículo 8). Los productos con un objetivo de inversión sostenible deben divulgar en virtud del artículo 9 del SFDR cuáles son estos objetivos y cómo pretenden alcanzarlos (fondos del artículo 9). Nuestra muestra de fondos incluye exclusivamente fondos del Artículo 8 y del Artículo 9. En la medida en que estos fondos orientados a la sostenibilidad ya emplean exclusiones y otras estrategias no financieras para ayudarles a ecologizar su cartera, es más probable que busquen la etiqueta ecológica que otros fondos.

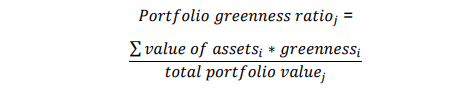
Dado el ángulo de inversión minorista de la etiqueta ecológica, nuestra muestra se centra además en los fondos regulados por la Directiva OICVM, ya que se dirigen principalmente a inversores minoristas, aunque la etiqueta ecológica podría incluir umbrales específicos para los fondos minoristas regulados por la Directiva GFIA. Además, en este artículo solo probamos los fondos de renta variable, aunque los fondos de renta fija y mixtos también pueden obtener la etiqueta ecológica: la gran mayoría de los activos gestionados por fondos ESG se mantienen en fondos de renta variable (AEVM, 2022), mientras que incluir instrumentos de renta fija complicaría enormemente el procedimiento de casación que se describe a continuación.

Todos los datos de los fondos de inversión se extrajeron de Morningstar. Estos incluyen tenencias de cartera a mediados de 2021 e información a nivel de fondo (incluidos datos relacionados con ESG, como métricas ambientales y participación en productos) a diciembre de 2021. La identificación de los fondos divulgados en virtud del SFDR también se basa en Morningstar, que verifica la existencia de declaraciones del artículo 8 o del artículo 9 en la documentación precontractual de los fondos.

La muestra del Tribunal incluye un total de 3 041 fondos de renta variable OICVM orientados a la sostenibilidad (de un total de 35 000 fondos OICVM en Europa15, incluidos 14 000 fondos participativos), divididos entre 2 612 productos del artículo 8 y 429 productos del artículo 9. En total, nuestro conjunto de datos incluye 275 850 tenencias por un valor de mercado total de poco más de 1 billón de euros.16 Mientras que el tamaño medio de la cartera de los productos de los artículos 8 y 9 es similar (350 millones EUR frente a 345 millones EUR), los productos del artículo 9 tienden a poseer un mayor número de valores (114 activos frente a 87).

Criterio 1: Ratio de verdor de la cartera

Para estimar la alineación de la cartera con la taxonomía de la UE, calculamos un índice de verdor de cartera para cada fondo basado en la siguiente fórmula:



donde el valor de los activos i es el valor de mercado de los valores participativos emitidos por la empresa I mantenidos por el fondo J; Greennessi es la proporción de los ingresos verdes en el volumen de negocios anual de la empresa I; y el valor total de la cartera es la suma de los activos bajo gestión del fondo J.

En comparación con la fórmula de las propuestas técnicas del CCI, nos falta un componente prospectivo (gasto de capital verde) debido a las limitaciones de datos. Sin embargo, Boyano et al. (2021) destacan que existe una alta correlación entre la rotación y la segmentación de capex (>80%) con capex "no un factor decisivo". Por lo tanto, no se espera que la ausencia de gasto de capital verde afecte significativamente el resultado.

Para calcular la proporción, nos basamos en un procedimiento de dos pasos. En primer lugar, obtenemos estimaciones de alineación de la taxonomía a nivel de seguridad haciendo coincidir los ISIN de las tenencias de capital de cartera con los datos de ingresos verdes de FTSE-Russell a diciembre de 2021. Podemos igualar el 95 % de los 12 000 ISIN únicos incluidos en el conjunto de datos.

FTSE-Russell examina un gran número de empresas que cotizan en bolsa para estimar la participación de las actividades ecológicas en los ingresos de la empresa. Los ingresos se dividen en «micro sectores», la mayoría de los cuales pueden cartografiarse con las actividades subvencionables en virtud de la taxonomía de la UE. Un estudio del proveedor de datos destaca algunas diferencias entre el sistema de clasificación utilizado en los datos de Green Revenue y la taxonomía de la UE, lo que lleva a posibles diferencias en las estimaciones de alineación (FTSE-Russell, 2020). Además, los datos de Green Revenue no incluyen los criterios DNSH, lo que puede llevar a sobreestimar la alineación con la taxonomía de la UE. Sin embargo, en ausencia de un punto de referencia confiable para evaluar los criterios DNSH, el impacto exacto sigue sin estar claro. Además, se espera que las estimaciones de alineación de la taxonomía aumenten en el futuro a medida que el alcance de la taxonomía de la UE se amplíe para cubrir objetivos ambientales adicionales y aumente el peso de las actividades ecológicas en la economía.

A continuación, recuperamos el código NACE de nivel 419 de los valores no emparejados durante el primer paso y enriquecemos aún más el conjunto de datos con coeficientes alineados con la taxonomía a nivel sectorial desarrollados en Alessi et al. (2021). Para cada uno de los 615 sectores de la NACE, estos coeficientes proporcionan una estimación de la alineación de la taxonomía en 2020 basada en los criterios técnicos de selección establecidos en la taxonomía de la UE.20 Este segundo paso nos permite obtener estimaciones para otro 2 % de ISIN en el conjunto de datos.

Las estimaciones a nivel sectorial, como los coeficientes alineados con la taxonomía, son menos precisas que las estimaciones del nivel de seguridad, ya que no capturan el alcance completo de las actividades comerciales dentro de un grupo corporativo. Se basan en una sola categoría que se atribuye a cada empresa, basada en la autodeclaración. No obstante, desempeñan un papel importante en llenar algunos de los vacíos de datos para obtener una visión más completa de la alineación de la cartera con la taxonomía de la UE. En ese sentido, el enfoque no es del todo diferente a lo que los gestores de fondos pueden tener que hacer en el futuro para evaluar la alineación de la taxonomía de las carteras que gestionan, teniendo en cuenta que no todas las empresas en las que invierten divulgarán información relacionada con la taxonomía. La AEVM estimó que la proporción de instrumentos de capital en circulación (en términos de valor) emitidos por empresas no financieras que tendrán que divulgar información relacionada con la taxonomía en virtud de la Directiva no financiera sobre la divulgación de información sobre la divulgación de información sobre la divulgación de información en el marco de la Directiva sobre divulgación de datos no financieros en solo el 26 % de las carteras de fondos de la UE (AEVM, 2020), aunque debería aumentar sustancialmente una vez que se aplique el DRS.

Después de completar estos dos pasos, el índice de verdor de la cartera cubre en promedio el 98% de las tenencias de capital del fondo. En otras palabras, utilizando únicamente datos indirectos, podemos obtener una estimación representativa de la alineación de las carteras de fondos con la taxonomía de la UE, con solo el 2 % de los valores de cartera no cubiertos. La fiabilidad de estas estimaciones mejorará aún más con el tiempo a medida que un número creciente de empresas de la UE comience a divulgar información relacionada con la taxonomía.

Encontramos que la ratio de verdor medio de la cartera de los fondos orientados a la sostenibilidad es del 11 %. Como era de esperar, 21 carteras de productos del artículo 9 son mucho más ecológicas, con una ratio medio del 19,2 %, frente al 9,7 % de los productos del artículo 8. La mayor parte de las ratios de cartera de fondos del artículo 8 se concentran en valores más bajos, con un 57 % de carteras con un 10 % de verdor (gráfico 1). En comparación con otros estudios, estos resultados parecen estar en el extremo superior, con las diferencias debido principalmente a la metodología y las fuentes de datos.

Resultados del Criterio 1

Solo 26 fondos orientados a la sostenibilidad tienen una ratio de verdor de cartera superior al umbral propuesto de la etiqueta ecológica del 50 % (es decir, menos del 1 % de la muestra). Esto incluye 10 productos del artículo 8 y 16 productos del artículo 9, correspondientes respectivamente al 0,4 % y al 3,7 % de la muestra de fondos del artículo 8 y del artículo 9.

En comparación con las etiquetas nacionales de los fondos verdes que ya existen en algunos países de la UE, el umbral propuesto del 50 % es elevado: para estas etiquetas, el umbral mínimo de verdor oscila entre el 10 % y el 37,5 %.23 La flexibilización del requisito del criterio 1 de la etiqueta ecológica aumenta sustancialmente la subvencionabilidad, con 69 fondos por encima del umbral del 40 % y 136 fondos por encima del umbral del 30 % (es decir, respectivamente el 2,3 % y el 4,5 % de la muestra) (gráfico 2). La proporción entre los fondos del artículo 8 y los fondos del artículo 9 se mantiene en general estable en las diferentes calibraciones de umbral (alrededor de 40/60).

Los fondos con ratios de verdor de cartera más altos parecen tener mejores resultados en términos de emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) de las empresas financiadas, especialmente después de normalizarse por tamaño de la cartera (Tabla 3). Desde el punto de vista de los inversores, un euro invertido en una cartera con una ratio de verdor superior al 50 % financiaría empresas con un 34 % menos de emisiones que las empresas financiadas por otros fondos orientados a la sostenibilidad (manteniendo todo lo demás constante). Esto sugiere que se está prestando atención al menos a algunas características ambientales de las empresas en el proceso de inversión de los fondos elegibles.

Por otro lado, los fondos con una mayor ratio de verdor de cartera tienden a tener una mayor intensidad de carbono y exposición al riesgo de carbono, lo que se debe principalmente al sector de las empresas en las que invierten. De hecho, utilizando la clasificación de «sector relevante para la política climática» de Battiston et al. (2017), se puede observar una alta correlación entre el índice de verdor de la cartera y la proporción de servicios públicos en la cartera (63 %). Esto se compara, por ejemplo, con una correlación del 19 % entre la ratio de verdor de la cartera y la proporción de empresas de gran consumo energético (es decir, el sector industrial). Un estudio de Clarity AI (2022) confirma que los fondos que invierten principalmente en servicios públicos tienden a tener una mayor alineación, lo que refleja la importancia de la generación de energía renovable y la transmisión y distribución de electricidad para la mitigación del cambio climático. Por otro lado, las empresas de servicios públicos en Europa tienden a tener una intensidad de emisiones de alcance 1 y alcance 2 mucho mayor en relación con los emisores de otros sectores (Mazzacurati et al., 2021).

Criterios 2 y 3: Exclusiones ambientales y sociales

A continuación, el Tribunal prueba si los fondos de la muestra cumplirían algunas de las exclusiones ESG establecidas en los criterios 2 y 3 de la etiqueta ecológica. Estas exclusiones cubren una amplia gama de temas que abarcan múltiples sectores.

Una vez más, la disponibilidad de datos será un gran desafío para los gerentes de productos financieros. Para algunas de estas exclusiones (en particular las ambientales), los datos relevantes pueden obtenerse directamente de proveedores externos. Para otros, los gerentes de producto pueden necesitar confiar en evaluaciones externas sobre el cumplimiento de los acuerdos internacionales y las salvaguardas sociales mínimas, como las llevadas a cabo por los proveedores de calificación ESG. Una tercera vertiente de exclusiones podría requerir que los gerentes de producto recopilen información directamente de las empresas, por ejemplo, con respecto a los acuerdos y políticas sociales o de gobernanza internos.

Comprobamos cuatro tipos de exclusiones (subrayadas en la Tabla 4) utilizando datos de participación de productos de Sustainalytics que miden el porcentaje de exposición de una cartera a una variedad de productos, servicios y actividades comerciales:

— Combustibles fósiles. Las empresas que obtengan al menos el 5 % de sus ingresos de la extracción térmica de carbón o de la generación de energía, la producción de petróleo y gas o la generación de energía, o al menos el 50 % de sus ingresos de productos y servicios de petróleo y gas.

— Plaguicidas. Empresas involucradas en la fabricación de pesticidas u obteniendo ingresos de la distribución o venta minorista de pesticidas.

— Armas controvertidas. Empresas que participan en el sistema básico (incluidos componentes y servicios) de armas controvertidas (por ejemplo, minas antipersonales, armas biológicas o nucleares).

— Tabaco. Empresas dedicadas a la fabricación de productos del tabaco, el suministro de productos y servicios relacionados con el tabaco o la obtención de ingresos de la distribución o venta al por menor de productos y servicios de tabaco.

Algunas diferencias en el alcance implican que estos datos no corresponden perfectamente a los requisitos de exclusión establecidos en la etiqueta ecológica. Además, el límite del 5 % para los combustibles fósiles, los plaguicidas y las exposiciones relacionadas con el tabaco se aplica a empresas individuales, mientras que nuestros datos se encuentran a nivel de cartera. No obstante, en ausencia de información más granular, estos datos pueden utilizarse para evaluar la participación de un fondo en estas áreas. Un fondo con una exposición de cartera a los combustibles fósiles superior al 5 % significa que el fondo está invirtiendo en al menos una empresa que obtiene más del 5 % de su volumen de negocios de actividades de combustibles fósiles, lo que implica que el fondo no cumple el requisito del criterio 2.

Centrándonos en la exposición a los combustibles fósiles, un número significativo de fondos orientados a la sostenibilidad parecen tener al menos cierta exposición a las actividades relacionadas con los combustibles fósiles, con solo 806 fondos (27 % de la muestra) que no tienen exposición alguna (gráfico 3). Esta conclusión es válida tanto para los fondos del artículo 8 como para los del artículo 9.

Resultados de los criterios 2 y 3

De los cuatro tipos de exclusión probados, encontramos que el requisito más exigente que deben cumplir los fondos orientados a la sostenibilidad es, por un amplio margen, el límite del 5 % para las actividades de combustibles fósiles. De hecho, hay 1 906 fondos (es decir, el 63 % de nuestra muestra) que cumplen el límite de exposición a los combustibles fósiles, con pequeñas diferencias entre los productos del artículo 8 y del artículo 9. Las exclusiones relativas a los plaguicidas, el tabaco y las armas controvertidas parecen ser mucho menos problemáticas, ya que entre el 78 % y el 85 % de los fondos satisfacen los requisitos correspondientes (gráfico 4). Al combinar los cuatro requisitos de exclusión, 1 472 fondos (48 % de la muestra) son subvencionables.

Al combinar las exclusiones con el requisito mínimo de verdor de cartera, 16 fondos cumplen los criterios 1 a 3, con el límite de combustibles fósiles descalificando 9 de los 26 fondos por encima del umbral de verdor del 50 % (y otro fondo descalificado debido al tabaco). Si bien se podría haber esperado que los fondos con la cartera más ecológica tuvieran una menor exposición a los combustibles fósiles, este no parece ser el caso. Una posible explicación se refiere a los sectores en los que invierten los fondos verdes. Por ejemplo, muchas empresas de servicios públicos combinan energías renovables con fuentes de energía más contaminantes para satisfacer las necesidades de los clientes y compensar la alta variabilidad del suministro de la producción de energía renovable (Verdolini et al., 2016).

Calibración de umbral

Estos hallazgos resaltan la importancia de calibrar cuidadosamente los criterios de la etiqueta ecológica para lograr el equilibrio deseado entre credibilidad y aceptación por parte de los gerentes de producto. El gráfico 5 ilustra el impacto de los cambios de calibración en el número de fondos elegibles.

En igualdad de condiciones, un umbral de verdor de cartera más alto reduce el impacto marginal de un límite de exposición a los combustibles fósiles más estricto. Del mismo modo, las restricciones más flexibles a los combustibles fósiles aumentan el impacto marginal de un umbral de verdor más alto. Estas observaciones ponen de relieve la existencia de interacciones entre los diferentes criterios medioambientales de la etiqueta ecológica y, por lo tanto, la necesidad de adoptar un enfoque integrado a la hora de calibrar los umbrales cuantitativos.

Más allá del número de fondos subvencionables, los cambios de calibración afectarían a la financiación de actividades ecológicas por parte de los fondos de la etiqueta ecológica. El gráfico 6 ilustra esto trazando el valor agregado de los activos verdes (es decir, el numerador del coeficiente de verdor de la cartera) en poder de los fondos elegibles para la etiqueta ecológica. Por debajo del umbral de verdor del 50 % propuesto y un límite de exposición a los combustibles fósiles del 5 %, el valor total de los activos verdes financiados por fondos elegibles para la etiqueta ecológica ascendería a solo 3 000 millones EUR. Por debajo de un umbral mínimo de verdor del 20 % y un límite de exposición a los combustibles fósiles del 15 %, este valor aumenta a 27 000 millones EUR, a expensas de más dinero para financiar actividades de combustibles fósiles (33 000 millones EUR frente a 8 000 millones EUR con un límite de cartera del 5 %). A este respecto, los criterios 4 y 5 de la etiqueta ecológica sobre la política de implicación y el impacto de los inversores pueden complementar de manera útil los criterios cuantitativos al garantizar que cualquier financiación de las actividades relacionadas con los combustibles fósiles vaya acompañada de condiciones, empujando a las empresas participadas a la descarbonización.

Si bien los umbrales de la etiqueta ecológica no afectarían al volumen actual de financiación de actividades ecológicas o marrones, estas opciones de calibración son importantes cuando se trata de canalizar dinero futuro para financiar la transición a una economía baja en carbono. Unos requisitos más flexibles deben dar lugar a una mayor oferta de productos con etiqueta ecológica, que puede atraer a un mayor número de inversores y volúmenes de financiación, siempre que tales acciones no perjudiquen la credibilidad de la etiqueta ecológica.

Conclusiones

La etiqueta ecológica de la UE para los productos financieros al por menor podría aportar beneficios a los inversores al introducir criterios mínimos de sostenibilidad basados en definiciones normalizadas y aumentar la transparencia. Sin embargo, su éxito dependerá de su credibilidad percibida y del nivel de aceptación por parte de los gerentes de producto.

Este artículo pone a prueba tres criterios clave de la etiqueta ecológica en una amplia muestra de fondos de renta variable OICVM orientados a la sostenibilidad. Utilizando las tenencias de cartera y una combinación de estimaciones a nivel de seguridad y a nivel sectorial, el Tribunal constata que menos del 1 % de la muestra tiene un coeficiente de verdor de cartera superior al umbral propuesto del 50 %. A continuación, comprobamos cuatro tipos diferentes de exclusiones y mostramos que el límite de exposición a los combustibles fósiles, en particular, reduce aún más la proporción de fondos subvencionables al 0,5 %.

Debido a las limitaciones de los datos, estas estimaciones se basan en datos indirectos y en una serie de suposiciones. Si bien esto implica un grado de incertidumbre y posible sobreestimación, los gerentes de producto enfrentarán obstáculos similares hasta que la información granular esté disponible. Los futuros requisitos de divulgación en virtud de la taxonomía de la UE y las normas de información de sostenibilidad que se están elaborando serán de gran ayuda a este respecto.

Finalmente, el artículo ilustra el impacto de las diferentes calibraciones de umbral para el verdor mínimo de la cartera y el límite de exposición a los combustibles fósiles en el número de fondos elegibles y los volúmenes de financiamiento verde. Unos requisitos más flexibles aumentan los volúmenes potenciales de financiación verde canalizados a través de fondos subvencionables, pero podrían dañar la credibilidad de la etiqueta ecológica. Estas conclusiones no prejuzgan la evolución actual o futura de las políticas relativas a la etiqueta ecológica de la UE.

A medida que se amplíe el alcance de la taxonomía de la UE y un número creciente de empresas comience la transición, la proporción de actividades alineadas aumentará con el tiempo. Esto hará que los requisitos más estrictos sean más fáciles de cumplir en el futuro, al tiempo que reflejará los cambios en la preferencia de los inversores por inversiones más ecológicas.

**Referencias**

Alessi, L., Battiston, S., Melo, A. S. y Roncoroni, A. (2019), The EU Sustainability Taxonomy: A Financial Impact Assessment, Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, Luxemburgo.

Battiston, S., Mandel, A., Monasterolo, I., Schütze, F. y Visentin, G. (2017), «A climate stress-test of the financial system», Nature Climate Change, vol. 7, No. 4, marzo de 2017, pp. 283–288

Boyano, A., Dodd, N., Faraca, G., Kofoworola, O., Konstantas, A., Lucia, A., Ossola, E. y Wolf, O. (2021), «Development of EU Ecolabel criteria for retail financial products – Technical report 4.0: Draft proposal for the product scope and criteria», JRC Technical Reports, European Commission Joint Research Centre, marzo de 2021.

Clarity AI, «EU taxonomy: Using tech to analyze "green" fund performance», 17 de marzo de 2022.

De Groen, W. P., Alcidi, C., Simonelli, F., Campmas, A., Di Salvo, M., Musmeci, R., Oliinyk, I. y Tadi, S. (2020), «Study on the non-financial reporting Directive – Final report», Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, noviembre de 2020.

AEVM (2020), Informe final – Asesoramiento sobre el artículo 8 del Reglamento sobre taxonomía.

Kooroshy, J., Dai, L. y Clements, L. (2020), Sizing the Green Economy: Green Revenue and the EU Taxonomy, FTSE Russell.

Mazzacurati, J., París, W. y Tsiotras, A. (2021), «Environmental impact and liquidity of green bonds», Informe de la AEVM sobre tendencias, riesgos y vulnerabilidades, No. 2, septiembre de 2021, pp. 95-105.

Verdolini E., Vona F. y Popp, D. (2016), «Bridging the gap: Do fast reacting fossil technologies facilitate renewable energy diffusion? », NBER Working Paper Series, No. 22454, julio de 2016.

Vinueza-Peter, L. (2022), 'How taxonomyaligned are ESG-strategy funds? Un ejemplo práctico', BVI Research, Bundesverband Investment fund Asset Management.