

# Riesgo de sostenibilidad: retos para su medición y divulgación

Laura del Campo y Rafael García // Consultores de SERFIEX S.A. (miembro de OCOOPEN)

El riesgo de sostenibilidad es un riesgo no financiero que incluye los aspectos ambientales, sociales y de gobernanza de las inversiones (aspectos ASG, por las iniciales en español, o ESG, por las mismas iniciales en inglés).

Tradicionalmente los riesgos financieros de mercado, contraparte y liquidez nos han informado sobre circunstancias que pueden generar pérdidas en las inversiones, como por ejemplo subidas de tipos de interés, caídas de precios de bolsa, materias primas o divisa, deterioro de la capacidad de pago o del rating, ausencia de diversificación o escasa profundidad de mercado en caso de venta forzada. De la misma forma, el riesgo de sostenibilidad se asociaría a aquellas circunstancias ambientales, sociales o de gobernanza que, de producirse, podrían provocar un impacto negativo en el valor de la inversión. Una inversión sostenible es aquella que no causa perjuicio significativo ni ambiental ni social y que respeta las buenas prácticas de gobernanza.

Como la exposición al riesgo ESG puede generar pérdidas, es fundamental que el inversor conozca –antes de invertir– si el riesgo ESG del producto es coherente con su apetito de riesgo

Desde hace tiempo los profesionales de la gestión de inversiones y del asesoramiento están obligados a informar a sus clientes sobre los riesgos financieros, a identificar la idoneidad del producto y su adecuación al cliente y a establecer las líneas rojas o límites de exposición y riesgo que no se deben superar.

Hasta ahora, si se asumía riesgo de sostenibilidad, este no era ni analizado ni divulgado de forma expresa por el experto y, por tanto, el inversor podría estar

asumiendo un riesgo adicional no deseado y traducirse en pérdidas más allá de las líneas rojas con las que controlábamos los riesgos financieros. Como la exposición al riesgo ESG puede generar pérdidas, es fundamental que el inversor conozca –antes de invertir– si el riesgo ESG del producto es coherente con su apetito de riesgo.

¿Está preparada la industria financiera para este reto de transparencia y divulgación? ¿Están preparados los gestores y asesores? ¿Disponemos de indicadores de riesgos ambientales, sociales y de gobernanza para compañías y Estados? ¿Existen “benchmarks” de sostenibilidad? ¿Dónde está disponible la información? ¿Es homogénea? ¿Es completa? ¿Hay que pagarla? ¿Cómo se agregan los tres pilares de la sostenibilidad? ¿Cómo se agrega el riesgo de sostenibilidad con el riesgo financiero? ¿Tienen las inversiones sostenibles mayor rentabilidad que las no sostenibles?

## Divulgación y transparencia del impacto ESG

La medición de los riesgos ESG puede estar enfocada tanto al impacto económico directo (riesgos físicos) de eventos climáticos o sociales, como al impacto de los mayores costes que tengan que asumir algunas empresas para adaptar sus sistemas de producción a los estándares de sostenibilidad, reduciendo su rentabilidad (riesgos de transición).

En la Unión Europea, a partir de marzo 2021, las instituciones financieras y los asesores publicarán en sus webs información sobre su política de integración de los riesgos de sostenibilidad en su proceso de toma de decisiones de inversión. Las métricas de impacto ESG y la información de sostenibilidad en los informes anuales de las entidades financieras, aseguradoras, fondos de inversión y fondos de pensiones serán obligatorias a partir del 1 de enero de 2022. Los productos financieros informarán sobre cómo tienen en cuenta los factores de sostenibilidad y cómo pueden afectar a su rentabilidad no más allá del 30 de diciembre de 2022.

Antes del 30 de diciembre de 2020, las tres agencias europeas EBA, ESMA e EIOPA, de forma conjunta, establecerán los indicadores de sostenibilidad

**Indicadores de riesgos ambientales:**

- > emisiones de gases de efecto invernadero
- > huella de carbono
- > consumo de energía de fuentes no renovables
- > preservación de la biodiversidad y los ecosistemas
- > protección de especies y áreas naturales
- > deforestación
- > desertificación y degradación del suelo
- > consumo de agua no responsable
- > tratamiento y reciclaje de aguas residuales y residuos sólidos
- > convergencia hacia una economía circular

**Indicadores de riesgos sociales:**

- > respeto de los derechos humanos
- > trabajo infantil
- > esclavitud

- > discriminación racial, de género o de clase
- > brecha salarial entre hombres y mujeres
- > diversidad de género en Consejos de Administración
- > canales de denuncia de comportamientos poco éticos o conductas inapropiadas

**Indicadores de gobernanza:**

- > existencia de políticas de honorabilidad y remuneración
- > separación de funciones
- > control de riesgos
- > prevención de accidentes laborales
- > protección de datos personales
- > lucha contra la corrupción
- > lucha contra el soborno
- > cumplimiento de las leyes y de las obligaciones fiscales

relacionados con incidencias adversas sobre el clima y medio ambiente y antes del 30 de diciembre de 2021 los relacionados 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. Esta estandarización de indicadores ESG se conoce como "taxonomía".

La normativa prudencial del sector financiero debe ir preparando el terreno para las nuevas exigencias y lo primero será trabajar en los actos delegados que modificarían las normativas MiFID II, UCITS y AIFMD para integrar los factores de sostenibilidad en los requisitos organizativos, las obligaciones de gobernanza, la evaluación de idoneidad, los procedimientos de gestión de riesgos, los conflictos de intereses y los procesos de diligencia de los productos que se integran en carteras.

En cuanto al sector asegurador, EIOPA está ya trabajando en la integración expresa de los riesgos de sostenibilidad en Solvencia II. Mientras tanto, ya los deberíamos tener en cuenta a nivel Pilar II, es decir, en el proceso de autoevaluación de riesgos y solvencia (ORSA). Uno de los objetivos principales del ORSA es la identificación y cuantificación de los riesgos de la entidad más allá de los incluidos en la fórmula estándar de SCR para seguir aceptando o no la representatividad de los ratios de solvencia y las necesidades de capital al incluirlos. La regulación prudencial será un elemento esencial para monitorizar el impacto del riesgo climático en la industria aseguradora. Y aquí hablamos de impacto en activos y en pasivos. ¿Están dispuestas a asegurar eventos relacionados con

Foto: iStock.com/EnginKorkmaz



un aumento de la temperatura global de +3°C? ¿Qué necesidades de capital adicionales serán necesarias para cubrir el riesgo ESG?

En el ámbito de los planes de pensiones, la transposición de la Directiva IORP II hace mención expresa al control y medición del impacto ESG y a su incorporación en los objetivos estratégicos de la política de inversión. Los planes de pensiones cuentan, al igual que las aseguradoras, con pasivos a largo plazo lo que les hace igual de vulnerables a los riesgos de sostenibilidad futuros. Este horizonte a largo plazo condiciona también sus políticas de inversión, sin embargo, debido a la práctica de benchmarking, sus inversiones están, en la gran mayoría de los casos, obligadas a perseguir objetivos a corto plazo. El benchmarking actual restringe la posibilidad de realizar una gestión activa de las inversiones bajo criterios de sostenibilidad, por lo que es muy necesario avanzar en el ajuste de los índices de referencia, definir nuevas reglas respecto a sus componentes y excluir a las compañías con déficit de sostenibilidad.

## Algunos vendedores-proveedores de datos manejan 200 campos de indicadores ESG y otros más de 500. Los datos asociados a cada uno de los tres pilares (ambiental, social y gobernanza) y a sus divisiones intermedias no son aún, ni mucho menos homogéneos

Todo apunta a que las nuevas exigencias de divulgación requerirán que la información fluya transparente y libremente, como las cotizaciones de una acción, ya que será materia prima esencial tanto para las entidades como para los inversores. Algunos expertos defienden la idea de que para que todo esto funcione y tenga éxito, los datos ESG se deben convertir en "mainstream" o de consumo masivo, y no permitir que se concentren en un grupo de proveedores a altos precios como si se tratase de un producto de lujo. De hecho, se defiende también la necesidad de que estén disponibles e integrados en las plataformas de mercado o de negociación. Siendo ese el mundo ideal, la realidad actual no es así, y de hecho son varios los retos a los que aún se enfrentarán reguladores e industria.

### Principales retos de la industria y el regulador

Algunos vendedores-proveedores de datos manejan 200 campos de indicadores ESG y otros más de 500. Los datos asociados a cada uno de los tres pilares (ambiental, social y gobernanza) y a sus divisiones intermedias no son aún, ni mucho menos, homogéneos. Las escalas de puntuaciones de sus ratings y rankings, el número de indicadores por pilar y la metodología de ponderación y agregación son distintas en cada vendedor. Ya se recomienda no depender de un único proveedor, para tener al menos dos o tres "opiniones", como ocurre con las agencias de calificación crediticia.

No obstante, todos persiguen lo mismo: proporcionar una medida de riesgo ambiental, otra de riesgo social y, si es posible otra de gobernanza, tanto a nivel de instrumentos individuales (bonos y acciones) como a nivel cartera (por agregación de los anteriores en función de su exposición). Un caso interesante es el de los fondos de inversión ya que estos deben tratarse a su vez como carteras donde desagregar los riesgos ESG en función de su "look-through" (para luego volver agregarlos con el resto de la cartera).

Otro reto interesante será la evaluación de factores de sostenibilidad a nivel Estado para evaluar los bonos gubernamentales y compararlos entre sí: ¿será más sostenible un bono del estado francés o uno italiano? Será también interesante ver qué hacemos con acciones "small-cap" o acciones no cotizadas donde la disponibilidad de información sea escasa o nula: ¿estableceremos proxys sectoriales o por países? o, directamente, penalizaremos aquello que no disponga de rating ESG.

Los vendedores de información ESG hasta ahora tienen vía libre para emitir sus opiniones (con una metodología que pueden defender), pero cabe preguntarse si el regulador considerará supervisar también a estas entidades. ¿Qué pasará con los potenciales conflictos de interés e independencia? ¿Se controlará la fiabilidad, procedencia y calidad de los datos? ¿Se vigilará la relación entre estas entidades con las compañías calificadas y con los consumidores de sus datos o, incluso, inversores?

Otro tema que los expertos plantean es si habrá unificación de criterios en las "certificaciones de verificación" de datos ESG por parte de auditores o consultores (los verificadores). ¿Podría ocurrir que un inversor prefiriese un bono verde de un país en lugar de otro comparable de un segundo país porque el primero tuviese verificadores más fiables?

También es necesario tener presente la existencia del "green-washing". Este punto es sobre todo importante en la emisión de bonos verdes o sociales. Se refiere al "maquillaje" de las características y condiciones de las emisiones, para parecer más sostenibles de lo que en realidad son. Aunque ahora estamos mejor que antes, pero es algo que se tendrá que seguir regulando, con criterios de transparencia endu- recidos.

Hay otro aspecto importante que algunos expertos mencionan y es la necesidad de que existan dos taxonomías, la "verde" y la "marrón". Algunos productos financieros pueden tener un alto cumplimiento de la taxonomía "verde", pero al mismo tiempo también un alto porcentaje de taxonomía "marrón" (como se le está llamando al conjunto de criterios que impactan en sentido contrario a la sostenibilidad), mientras que otro producto puede tener menos porcentaje de cumplimiento de la taxonomía "verde" pero nada que reprochar en cuanto a la taxonomía "marrón".

Además, las taxonomías se podrían utilizar no solo en el sector financiero sino también en el sector público, en mecanismos como las deducciones de impuestos y penalizaciones, para que la no sostenibilidad deje de ser gratis, o lo sostenible sea más rentable.

Para finalizar, no hay nuevo requerimiento regulatorio que no atraiga como un imán la creatividad de los consultores y "quants" con nuevas métricas asociadas, sofisticadas y atractivas. Ya se habla de "Climate-VaR", es decir, una evolución del tradicional "Value-at-Risk" hacia la cuantificación del riesgo ambiental. También se habla del "Climate Stress Test", es decir, pruebas de tensión con escenarios de +3°C o +4°C de incremento de la temperatura global, donde se requerirá calibrar las sensibilidades al riesgo de cada empresa en función de datos que, otra vez, tengan que aportar los proveedores.

Sin duda es una nueva era de indicadores y modelos cuantitativos... pero sobre todo de datos y más datos. Y en este contexto, el "control de la calidad del dato" parece que va por el camino de consolidarse como una de las tareas de mayor importancia del circuito de gobernanza del riesgo en las entidades financieras.

En cualquier caso, por muy sostenible que sea una inversión, esta puede resultar muy poco adecuada para el inversor si vulnera sus líneas rojas de riesgos financieros. Es necesario agregar riesgos financieros y riesgos ESG en indicadores que permitan al gestor, al asesor y al cliente comprender su apetito de riesgo de forma global. Los expertos podemos establecer



Foto: iStock.com/Boonyachot

distintos límites al riesgo divisa, riesgo país, riesgo de contraparte, riesgo de reinversión, riesgo de obsolescencia tecnológica, riesgo reputacional, riesgo de huella de carbono, riesgo de discriminación de género o riesgo de corrupción... pero, por regla general, nuestro cliente solo visualizará y entenderá la línea roja de "donde no quiere estar".

## El consultor tiene que ayudar a gestores y asesores a identificar y utilizar los datos de mejor calidad, a elaborar las métricas más eficientes y a divulgar las conclusiones en presentaciones sencillas, claras y didácticas

Es el momento de incorporar el riesgo de sostenibilidad en nuestro análisis profesional, cuantificarlo, explicarlo y divulgarlo. El consultor tiene que ayudar a gestores y asesores a identificar y utilizar los datos de mejor calidad, a elaborar las métricas más eficientes y a divulgar las conclusiones en presentaciones sencillas, claras y didácticas. No nos queda más remedio que informarnos y ponernos a estudiar. Y recuerden, se asume riesgo cuando se puede, no cuando se quiere. ●