

**COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS  
FINANCIEROS  
GRADO EN ADE**

Trabajo Fin de GRADO



**LA INVERSIÓN SOCIALMENTE  
RESPONSABLE A TRAVÉS DE  
LOS BONOS VERDES**

Autor: Escauriaza Medina, Lucía

Tutor: Díaz Marcos, Luis

Madrid, enero de 2020

## INDICE

<b>AGRADECIMIENTOS.....</b>	<b>4</b>
<b>RESUMEN .....</b>	<b>5</b>
<b>1. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>6</b>
<b>2. LA INVERSION SOCIALMENTE RESPONSABLE.....</b>	<b>8</b>
<b>2.1. CONCEPTO Y MARCO TEÓRICO.....</b>	<b>8</b>
<b>2.2. PLAN DE ACCIÓN SOBRE FINANZAS SOSTENIBLES EN LA UE.....</b>	<b>11</b>
<b>2.2.1. Taxonomía .....</b>	<b>12</b>
<b>2.2.2. Estándar de bonos verdes .....</b>	<b>13</b>
<b>2.2.3. Índices de referencia.....</b>	<b>14</b>
<b>3. LOS BONOS VERDES Y UN FUTURO MERCADO VERDE .....</b>	<b>17</b>
<b>3.1. CONCEPTO Y MARCO TEÓRICO.....</b>	<b>17</b>
<b>3.2. VERIFICACIÓN DE LA CONDICIÓN DE BONOS VERDES .....</b>	<b>19</b>
<b>3.3. EL MERCADO DE BONOS VERDES .....</b>	<b>22</b>
<b>3.3.1. Mercado mundial de bonos verdes .....</b>	<b>22</b>
<b>3.3.2. Mercado español de bonos verdes.....</b>	<b>25</b>
<b>3.4. RENTABILIDAD DE LOS BONOS VERDES .....</b>	<b>26</b>
<b>3.5. VENTAJAS DE LA EMISIÓN DE BONOS VERDES .....</b>	<b>28</b>
<b>4. CASO: EL PRIMER BONO VERDE DEL BBVA .....</b>	<b>30</b>
<b>5. CONCLUSIONES .....</b>	<b>33</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>35</b>

## **INDICE DE GRÁFICOS**

GRÁFICO Nº1 - <i>EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE FTSE4GOOD IBEX</i> . FUENTE: BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME). .....	16
GRÁFICO Nº 2 - <i>GRÁFICO COMPARATIVO ENTRE EL ÍNDICE FTSE4GOOD IBEX Y EL IBEX 35</i> . FUENTE: GOOGLE FINANCE. ....	16
GRÁFICO Nº3 – <i>EMISIÓN GLOBAL DE BONOS VERDES SEGÚN EL INFORME Q3 2019</i> . FUENTE: CLIMATE BONDS INITIATIVE (ELABORACIÓN PROPIA) .....	23
GRÁFICO Nº4 – <i>EMISIÓN DE BONOS VERDES EN 2019: RANKING POR PAÍSES, SEGÚN EL INFORME Q3 2019</i> . FUENTE: CLIMATE BONDS INITIATIVE (ELABORACIÓN PROPIA) .....	23
GRÁFICO Nº5 – <i>DESTINO DE LOS FONDOS SEGÚN EL INFORME Q3 2019</i> . FUENTE: CLIMATE BONDS INITIATIVE (ELABORACIÓN PROPIA).....	24
GRÁFICO Nº6 – <i>TIPOS DE EMISIONES SEGÚN EL INFORME Q3 2019</i> . FUENTE: CLIMATE BONDS INITIATIVE (ELABORACIÓN PROPIA).....	24
GRÁFICO Nº7 – <i>RELACIÓN RENTABILIDAD RIESGO DE LA ISR – ESTUDIOS EMPÍRICOS</i> . FUENTE: SPAINSIF. ....	28

## **INDICE DE FIGURAS**

FIGURA Nº1 - <i>THE PROCESS OF GETTING A CICERO SECOND OPINION ON A GREEN BOND FRAMEWORK</i> . FUENTE: CICERO.....	22
FIGURA Nº2 - <i>INFORME DE SEGUIMIENTO DEL BONO VERDE DE BBVA DE 2018</i> . FUENTE: BBVA. ....	30
FIGURA Nº3 - <i>INFORME DE SEGUIMIENTO DEL BONO VERDE DE BBVA DE 2018</i> . FUENTE: BBVA. ....	31

## AGRADECIMIENTOS

Dedico estas líneas para agradecer, en primer lugar, a CUNEF y a todos mis profesores por la formación recibida durante estos años, por la exigencia de dar lo mejor de nosotros y de no rendirnos, y de demostrarnos siempre que todo esfuerzo trae su recompensa.

Agradezco a mi tutor, el profesor Luis Díaz Marcos, por su presencia, ayuda y comprensión a lo largo de estos meses, por sus recomendaciones y por darme la libertad de tratar un tema tan novedoso y especial.

Agradecer a mis padres y a mis hermanas por apoyarme siempre y darme una visión de la vida tan madura. A mis amigas de siempre, a Ana y Laura, por hacer de estos meses un poco menos pesados. Y a Miguel, por ser la persona que más confía en mí, por ser mi apoyo incondicional.

Quería agradecer a mi padrino, mi “tito Jose”, por haberme ayudado siempre en todo lo que ha podido, tanto en este trabajo como en mi acceso al mundo laboral.

Finalmente, quiero agradecer a Nico, por estar siempre a mi lado día tras día a pesar de la distancia.

Gracias a todos,

Lucía

## RESUMEN

El objetivo de este trabajo es analizar cómo se manifiesta la Inversión Socialmente Responsable a través de los bonos verdes. Se comenzará analizando el concepto de Inversión Socialmente Responsable y su impacto actual, principalmente a través de los avances realizados por el Plan de Finanzas Sostenibles de la Unión Europea y los puntos ya desarrollados de este (taxonomía, estándar de bonos verdes e índices de referencia para la sostenibilidad). Seguidamente, se centrará en el análisis del concepto de bonos verdes y la verificación de dicha condición, con un estudio de la situación de los mercados (mundial y español), finalizando con el examen de las ventajas y la rentabilidad del instrumento en cuestión. Para ultimar el trabajo, se realizará un breve análisis sobre el primer bono verde emitido por el BBVA para ilustrar el tema de estudio de forma práctica.

**Palabras clave:** Inversión Socialmente Responsable – Finanzas sostenibles – Inversiones sostenibles – Bono Verde – Taxonomía – Sostenibilidad – Medio Ambiente

## ABSTRACT

The objective of this research is to analyze how Socially Responsible Investment manifests through green bonds. It will first analyze the concept of Socially Responsible Investment and its current impact, mainly through the progress made by the European Union Sustainable Finance Plan and its already developed points (taxonomy, green bond standard and sustainability reference indices). Then, it will focus on the analysis of the concept of green bonds and the validation of this condition, with a study of the market situation (worldwide and Spanish), ending with the examination of the advantages and profitability of the instrument in hand. To conclude the work, a brief analysis will be carried out on the first green bond issued by BBVA to illustrate the subject of study in a practical way.

**Keywords:** Socially Responsible Investment – Sustainable Finance – Sustainable Investments – Green Bond – Taxonomy – Sustainability – Environment

## 1. INTRODUCCIÓN

Hoy en día hay una mayor conciencia acerca de los problemas que genera el cambio climático y los costes que tiene remediarlo o apaciguarlo. Según el UNEP (Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente), los costes para la transición hacia una economía baja en carbono y resistente al cambio climático, serán de al menos 60 trillones de dólares de aquí a 2050.

Además, con los objetivos fijados por el Acuerdo de París con el que se comprometieron 195 países, esto se hace más relevante. Hay una conciencia global por mejorar la situación medioambiental, por fomentar la inversión en proyectos y actividades beneficiosos para el medioambiente e involucrar al conjunto de la sociedad en ello, desde particulares hasta instituciones o estados. Como apunta la subgobernadora del Banco de España (Delgado, 2019), “el acuerdo de París ha supuesto un punto de inflexión en la ‘sensación’ de urgencia en la lucha contra el cambio climático. Además de recoger los riesgos, el acuerdo reconoce explícitamente la relevancia que debe tener el sistema financiero para canalizar de modo eficiente los recursos necesarios para transformar nuestra economía hacia un modelo sostenible”.

Las instituciones financieras están cada vez más expuestas a los riesgos ambientales y climáticos (WWF, 2019). Pero hoy en día puede considerarse como positivo al poder convertirse en actores de la transición a una economía sostenible, aprovechando las nuevas oportunidades que ofrecen los mercados financieros globales. Es por ello por lo que actualmente ha aumentado significativamente el valor y la consideración de los instrumentos especializados en la mitigación del cambio climático. La opción que mas resuena en los últimos años es la de los bonos verdes, y cuyos mercados no cesan de fortalecerse, como se estudiará en el presente trabajo.

Ha transcurrido más de una década desde la emisión del primer bono verde, denominado “*Climate Awareness Bond*”. En 2006 un grupo de inversores suecos comenzó a analizar la incorporación de proyectos ambientales en sus carteras y los efectos que esto podría tener. El debate sobre el cambio climático estaba ya presente a nivel institucional, pero las posibilidades de invertir en proyectos sostenibles eran muy limitadas (Banco Mundial, 2019).

Existían por entonces productos financieros que abarcaban el cambio climático, pero no de renta fija. Con ello, desde el Banco Mundial, consiguieron desarrollar un producto similar a los que los inversores ya conocían y que estaban ya presentes en sus carteras tradicionales, pero con fondos específicos. No era necesario tener una visión o conocimientos especiales para este tipo de inversiones.

No se sabía si este bono verde iba a ser un caso aislado, o como iba a funcionar, pero desde su emisión en 2008 el Banco Mundial ha recaudado más de 13.000 millones de dólares en 20 divisas diferentes para financiar proyectos relacionados con el cambio climático en todo el mundo. Este bono verde permitió establecer un modelo acerca de las mejores prácticas para la gestión de este instrumento, y se sentaron unas bases para los Principios de Bonos Verdes (*Green Bond Principles*, en adelante GBP). Desde entonces, se han generado informes de impacto social que permiten ver de manera transparente donde se asigna el dinero invertido, lo que se hace con él, y los avances conseguidos. Crece con ello la importancia de la transparencia y la rendición de cuentas a los inversores que a través de este instrumento buscan generar resultados en la sociedad.

Hay diferentes factores que han beneficiado y siguen beneficiando el mercado de bonos verdes, sociales y sostenibles. La sostenibilidad es uno de los pilares estratégicos de las empresas actualmente y hay una urgencia obvia de luchar contra el cambio climático y de apoyar la agenda de la Comisión Europea para el desarrollo sostenible (El Economista, 2019).

El objetivo de este trabajo será estudiar el crecimiento del factor sostenible en las inversiones en los últimos años, y los mecanismos a través de los cuales se está articulando. Veremos como los instrumentos que más crecimiento están teniendo en la economía mundial dentro de la Inversión Socialmente Responsable son los bonos verdes, y estudiaremos su funcionamiento y su evolución, todo ello dentro del marco de las finanzas sostenibles, respaldado por el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles que desde el año pasado marca la ruta hacia unos comportamientos financieros acordes con el mantenimiento de nuestro planeta. Nos detendremos a analizar el mercado, tanto mundial como español, de los bonos verdes y finalizaremos por estudiar la rentabilidad del instrumento y las ventajas que tiene tanto la emisión como la suscripción de bonos verdes.

## **2. LA INVERSION SOCIALMENTE RESPONSABLE**

### **2.1. Concepto y marco teórico**

El concepto de desarrollo sostenible del que se habla desde hace ya décadas y del cuál cada vez se hace mas eco, se definió en sus orígenes como “un desarrollo que responde a las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de generaciones futuras de responder a las suyas”<sup>1</sup>. Cuando lo aplicamos a la economía, hay que integrar tres aspectos que deben estar en equilibrio: lo económico, lo social, y lo medioambiental.

Esto lleva a que las empresas e instituciones presten mas atención a los requerimientos de los grupos de interés, realizando una explotación racional y moderada de los recursos con los que contamos actualmente para intentar frenar su agotamiento y mantenerlos de forma duradera.

En el ámbito de las inversiones ha ido tomando cuerpo, en paralelo, el concepto de Inversión Socialmente Responsable (en adelante ISR). Desde la UNED (2007) afirman haciendo referencia a Valor, C. et al (2015) que se trata de “un concepto relativo, que no posee una definición única, sino que depende de la perspectiva de los actores implicados en la inversión, de su contexto social, de sus objetivos e intereses, etc.”.

Según el manual de Spainsif<sup>2</sup> (2016) sobre la ISR, esta puede definirse por ser aquella inversión que tiene en cuenta tanto criterios financieros como otros criterios relacionados con el medioambiente, la sociedad y el buen gobierno, a la hora de tomar decisiones de inversión. La Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA) apunta que el término ISR viene a redefinir otros términos como “inversión sostenible”, “inversión responsable” o “inversión sostenible y responsable”, proponiendo así un cambio en la mentalidad a nivel medioambiental de nuestra sociedad, y de un mayor convencimiento de que estos cambios tienen un impacto en los resultados de las inversiones. Según el Marco Conceptual de la Responsabilidad Social Corporativa de la AECA, se entiende por ISR “aquella que incorpora consideraciones éticas, sociales o

---

<sup>1</sup> Se formuló por primera vez en 1987 por los trabajos de la Comisión Mundial sobre el Medioambiente y el desarrollo, en el informe Brundtland.

<sup>2</sup> Spainsif es la plataforma que reúne a todas las partes interesadas en el fomento de la ISR en España (entidades financieras, gestoras, proveedores de servicios ISR, organizaciones sin animo de lucro vinculadas a la ISR o sindicatos).



medioambientales a las financieras en la toma de decisiones de inversión, tanto por la empresa como por los agentes inversores externos” (AECA, 2009).

Otra definición de la ISR es aquella que la expone como “el proceso de inversión que tiene en cuenta los impactos sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en un contexto financiero y/o la inversión en la comunidad y el activismo de los accionistas” (Social Investment Forum, 2009).

Cowton (1999) la define como un “conjunto de aproximaciones a la inversión que incluyen objetivos sociales o éticos, así como criterios financieros tradicionales para la toma de decisiones financieras, esto es, para adquirir, mantener o disponer de un determinado activo”.

Todas estas definiciones tienen en común la afirmación de que los productos ISR permiten promocionar unas políticas responsables de las instituciones o entidades que los emiten y tienen un impacto positivo en el medioambiente. Esta política de inversión es aplicable a todos los productos financieros y se adapta tanto a los inversores institucionales como a los particulares.

En diciembre de 2015, 195 países llegaron al acuerdo de limitar el calentamiento global en dos grados centígrados con respecto a la era preindustrial y seguir trabajando por llegar a 1,5 grados centígrados, mediante la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero. Estos objetivos entran en vigor en 2020 y deberán ser revisados cada 5 años. Además, se fomentará la transparencia sobre dichas emisiones y las aportaciones a inversiones que favorezcan los objetivos del Acuerdo. El mecanismo para alcanzar dichos objetivos podrá basarse en la captación de fondos (por ejemplo, a través de la emisión de bonos, como estudiaremos a continuación en este trabajo) para proyectos que velen por la mejora medioambiental, que incentiven actividades que reduzcan las emisiones (Acciona, 2017).

Los inversores institucionales, bancos, y otros propietarios de activos tienen una función esencial en el cumplimiento de los objetivos fijados por el Acuerdo de París (WWF, 2017). Hay una necesidad creciente de incorporar el aspecto climático en la gestión de riesgos y de maximizar las oportunidades para desarrollar una sociedad baja en carbono y resistente

al cambio climático. Para ello, y en términos financieros, es necesaria una mayor transparencia en las inversiones con respecto a los riesgos climáticos, y se valora cada vez más que se produzca un alineamiento de las estrategias de inversión con los objetivos fijados recientemente por el Acuerdo de París. Los inversores institucionales líderes están “fortaleciendo la sostenibilidad de sus modelos de negocio en el largo plazo”, como apunta el WWF en el mismo informe sobre Riesgos y Oportunidades en las inversiones financieras, y este fenómeno no cesa de avanzar mundialmente.

Desde entonces han surgido una serie de tendencias y oportunidades de inversión en medio ambiente debido principalmente a la emergencia del cambio climático (la temperatura media del planeta aumentará entre 0,5 y 1,5 grados de aquí a 2030, lo cual no podrá ser gestionado de manera homogénea en todos los países), a la escasez de recursos (aumentará la demanda global de energía en un 26% y la demanda de agua en un 53%, y se identifican desde la Unión Europea 14 materias primas en situación crítica), y al crecimiento exponencial de la población urbana (que generará “tensiones y desequilibrios sociales, económicos y medioambientales”) (Fundación Biodiversidad del Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente, 2016).

En el encuentro celebrado durante la COP 25<sup>3</sup> liderado por Spainsif en el que se analizó el papel de las finanzas para impulsar la transición energética hacia una economía descarbonizada, Fernando Gómez-Bezares, catedrático, se mostró optimista frente al crecimiento de las inversiones sostenibles en el futuro porque “las empresas sostenibles van a ser más atractivas financieramente, pero además hay un clamor social por la sostenibilidad, especialmente respecto al cambio climático, que acabará castigando a los no sostenibles” (SPAINSIF, 2019). Desde el WWF consideran que el cambio climático supone un reto gigantesco para el conjunto de la sociedad y que es necesario establecer soluciones desde todos los sectores, incluido el financiero para combatir el cambio climático dando un mayor sentido a las grandes inversiones.

Cabe mencionar la importancia de los novedosos y exitosos “bancos verdes”, que tienen un objetivo claro a nivel local, el de “multiplicar y acelerar el impacto de los limitados fondos públicos y, sobre todo, servir como canalizadores de la inversión privada para

---

<sup>3</sup> Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático de 2019 en Madrid.

aprovechar la experiencia, flexibilidad y agilidad del mundo empresarial” (El Mundo, 2019). Tal y como precisaba Ángel Gurría, secretario general de la OCDE, los bancos verdes son entidades que permitirían alcanzar la descarbonización de manera más rápida. Actualmente en Estados Unidos se está gestionando una propuesta de un Banco Verde Federal, al igual que en Europa se está reflexionando sobre la creación de un Banco Verde, quedando por detrás de China que ya cuenta con instituciones similares a lo que un banco de este tipo podría significar (El Mundo, 2019).

## **2.2. Plan de Acción sobre finanzas sostenibles en la UE**

El 8 de marzo de 2018, la Comisión Europea presentó una hoja de ruta, como parte de los objetivos para realzar el papel de las finanzas en la construcción de unos mecanismos económicos que persigan los objetivos del Acuerdo de Paris y de la estrategia de sostenibilidad de la Unión Europea. El Plan de Acción sobre finanzas sostenibles se basa en recomendaciones de un grupo de expertos.

María José Gálvez, directora de sostenibilidad de Bankia, apuntó en el encuentro durante la COP 25, que “las entidades bancarias juegan un papel fundamental a la hora de movilizar la inversión sostenible, tanto como actores sociales como canalizadores del capital y de las inversiones. El Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea es un ejemplo y va a impulsar la ISR tanto en España como a nivel europeo” (SPAINSIF, 2019).

Las primeras acciones que plantea este plan son fomentar unas inversiones privadas más sostenibles, aumentar el número de proyectos de bajas emisiones de carbono, con un uso de la energía y de los recursos mas eficientes, e incrementar las grandes inversiones para cumplir los objetivos del Acuerdo de Paris y de las Naciones Unidas (SPAINSIF, 2019).

Con este plan, la Unión Europea se plantea tres retos climáticos y energéticos de aquí a 10 años: reducir por lo menos en 40% las emisiones de gases de efecto invernadero en comparación con los niveles de 1990, que el consumo de energías renovables simbolice al menos un 27%, y que haya un ahorro energético de al menos 30% respecto del escenario actual. Según el Banco Europeo de Inversiones se necesitarán 270 mil millones

de euros para ello, incluyendo los objetivos de sectores como energía, transporte, agua y residuos.

El plan de acción sobre finanzas sostenibles presenta en concreto diez acciones que se llevarán a cabo con el apoyo de un Grupo de Expertos Técnicos. Las tres primeras ya han sido desarrolladas, y se contemplan en el informe final del 18 de junio de 2019 sobre taxonomía, estándar de bonos verdes e índices de referencia.

### **2.2.1. Taxonomía**

Es necesario un lenguaje común para facilitar el desarrollo de unos mercados eficientes de bonos verdes, un mecanismo que permita determinar que actividades contribuyen a la sostenibilidad medioambiental o que productos deben recibir el etiquetado “ecológico”, para ser catalogados debidamente y facilitar el aumento de los títulos que se negocien en los mercados.

La taxonomía es una herramienta que ayuda a los inversores a entender si una actividad económica es sostenible (SPAINSIF, 2019). El objetivo es definir un lenguaje y unos criterios que hagan aumentar la confianza de los inversores en que sus inversiones cumplan realmente con unos principios medioambientales y transparentes. Se basa en el cumplimiento de determinados objetivos ambientales que las actividades económicas deberían cumplir para ser incluidas en la taxonomía. En concreto estos objetivos son los siguientes:

- Mitigación del cambio climático,
- Adaptación al cambio climático,
- Utilización sostenible y protección del agua y de los recursos marinos,
- Transición a una economía circular, prevención de residuos y reciclado,
- Prevención y control de la contaminación, y
- Protección de ecosistemas saludables.

Para ser incluidas en la taxonomía deberán cumplir sustancialmente uno de los objetivos anteriores y no causar daños significativos a los demás, cumpliendo además con unas

garantías mínimas. Se ha implementado un proceso de verificación para la implementación de la taxonomía, con objeto de determinar las actividades elegibles.

Todo ello permitirá en primer lugar a bancos y aseguradoras facilitar las actividades sostenibles en las cuales basar sus decisiones de inversión. También aportará transparencia, facilidad en el acceso a productos verdes y facilidad en la comparabilidad de estos. Se considera esencial que la taxonomía esté basada en un marco científico.

Nadia Calviño, ministra de economía y empresa, ha asegurado recientemente que España juega un papel principal en los trabajos referentes a la taxonomía y a la definición de “qué es verde, la presupuestación verde, la fiscalidad, los mecanismos compensatorios de CO2 en frontera o los mercados de carbón” en el ámbito europeo (El País, 2019)

### **2.2.2. Estándar de bonos verdes**

El objetivo es crear un estándar que promueva el modo en que las actividades económicas se combinan con los beneficios ambientales y así facilitar el desarrollo de unos mercados de bonos verdes. Este estándar deberá basarse en las prácticas ya existentes (GBP y *Climate Bond Initiative*), y en particular en tres principios que resume Spainsif: un estándar voluntario, basado en las mejores prácticas del mercado y que esté abierto a transacciones ya existentes y a una alta diversidad de emisores.

El proceso de estándar de bono verde viene subdividido en cuatro componentes principales:

- a. Selección de proyectos verdes: este componente está fuertemente alineado con la taxonomía previamente explicada. El estándar permitirá informar acerca de los activos, y los gastos que mejoran y mantienen el valor de estos.
- b. Marco de bonos verdes: se trata de un marco de información para los emisores y sobre los tipos de proyectos que se pueden financiar con los bonos verdes, para su actuación de manera unificada, incluyendo elementos como la forma en que la estrategia del emisor persigue objetivos ambientales, el proceso por el que se determina la medida en que los proyectos se alinean con la taxonomía,

la descripción de estos proyectos, el proceso mediante el cual se vinculan las operaciones del emisor sobre el proyecto y el bono verde, la metodología para la realización de cálculos para medir el impacto, y la descripción de la metodología para la realización de informes.

- c. Reporte e información: hay dos tipos de informe que se pueden realizar, los de asignación y de los de impacto. Los primeros deben incluir una declaración de la alineación con el estándar, el detalle de las sumas asignadas a proyectos verdes al menos por sectores y su distribución regional. Los segundos describirán además los proyectos y el objetivo ambiental que persiguen, el detalle de los proyectos en función de lo que se financie, la cuota de financiación, e incluirán información sobre la métrica utilizada para determinar el impacto ambiental del proyecto.
- d. Verificación: es esencial y se debe realizar previa y posteriormente a la emisión por parte de verificadores externos acreditados. Las verificaciones se deben hacer públicas y estarán alineadas con los puntos anteriormente descritos.

### **2.2.3. Índices de referencia**

Según el mismo informe (SPAINSIF, 2019), un índice de referencia climático es *“aquel índice de inversiones que incorpora, junto a los objetivos de inversión financiera, objetivos específicos relacionados con la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) y la transición a una economía baja en carbono, basada en la evidencia científica del IPCC, a través de la selección y ponderación de los componentes subyacentes”*. Estos índices son desarrollados por empresas independientes que diseñan unos métodos de evaluación y seleccionan a los participantes en el análisis, para obtener de tal forma las empresas que mejor cumplen el binomio económico-medioambiental en términos de resultados (BBVA, 2019).

Los objetivos que persiguen entre otros son alcanzar un alto nivel de comparabilidad de las metodologías para el desarrollo de estos índices, flexibilizando el diseño de estos; favorecer la creación de una herramienta que esté alineada con la estrategia de los

inversores; alcanzar una mayor transparencia de los impactos generados con las inversiones; y desincentivar las malas prácticas de determinadas empresas que presentan falsamente proyectos como beneficiosos para el medioambiente<sup>4</sup>.

Existen dos tipos de índices de referencia de cambio climático:

- El índice de transición climática, que tiene el objetivo de proteger los activos de inversores institucionales frente a los riesgos del cambio climático y de una economía de bajo carbono, y
- El índice de alineamiento con el Acuerdo de París, que está enfocado a aquellos inversores que desean alinearse con los límites del calentamiento global y posicionarse en la transición hacia una economía baja en carbono.

Durante el 2014 se lanzaron la gran mayoría de índices que existen actualmente. El primero fue lanzado por Solactive (Solactive Green Bonds), y fue seguido por Standard & Poor's, Bank of America Merrill Lynch (índice de bonos verdes e índice selectivo de bonos verdes), y Barclays MSCI (*Green Bond Index Family*), entre otros. Posteriormente, se desarrollaron en China, por parte de The China Central Depository & Clearing Co., Ltd. (CCDC), CECEP Consulting y el CBI, dos nuevos índices: el China Green Bond Index y el China Green Bond Select Index (ALIDE, 2019).

Como apuntan Ehlers y Packer (2017), cada índice sigue su propia metodología y varían los elementos evaluados, además de especificar distintos factores adicionales como tamaño, liquidez o sectores específicos a los cuales se dirigen los fondos.

En 2008 se creó en España el índice FTSE4Good IBEX para agrupar a las empresas españolas sostenibles, y entre las cuales se encuentran aquellas que emiten bonos verdes. Este índice fue creado por FTSE Group y Bolsas y Mercados Españoles (BME). Como hemos avanzado, algunos de los valores que se encuentran en este índice pertenecen a empresas españolas como Iberdrola, Repsol, Gas Natural o BBVA (Fernández Hinojosa, 2018). La siguiente figura muestra la evolución de sus valores en los últimos 5 años.

---

<sup>4</sup> *Greenwashing*



Gráfico nº1 - Evolución del índice FTSE4Good IBEX. Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Si nos detenemos a realizar una comparación con el IBEX 35 obtenemos la siguiente figura, en la cual se percibe la evolución prácticamente paralela de ambos índices, situándose el FTSE4Good por encima del IBEX 35 en prácticamente todo momento en los últimos 5 años:



Gráfico nº 2 - Gráfico comparativo entre el índice FTSE4Good IBEX y el IBEX 35. Fuente: Google Finance.



### 3. LOS BONOS VERDES Y UN FUTURO MERCADO VERDE

#### 3.1. Concepto y marco teórico

Una de las opciones que tienen las entidades para obtener financiación son los bonos. Un bono es “un instrumento financiero de deuda que se emite a inversores con una duración y una tasa de interés predeterminadas. Los inversores del mercado de bonos suelen cobrar una tasa de interés fija (cupón) durante el período de vigencia del préstamo y recuperan la inversión inicial en la fecha de vencimiento. Por lo tanto, los bonos generalmente se denominan “valores de renta fija”. Los emisores de bonos pueden ser empresas privadas, instituciones supranacionales o entidades públicas” (Banco Mundial, 2015). En otras palabras, consisten en una forma de deuda mediante la cual los inversores se convierten en acreedores del emisor. Por lo general los bonos suponen una inversión menos arriesgada que otras opciones de inversión ya que es más predecible determinar los flujos de fondos.

La diferencia básica que existe entre un bono convencional y un bono verde es el uso concreto de los fondos generados para la financiación de proyectos con beneficios climáticos. Los inversores evalúan las características financieras de los bonos (vencimiento, cupón, precio...) pero también el objetivo al cual se vayan a dedicar los fondos recaudados. El Banco mundial los define como aquellos bonos que “se emiten para generar capital específicamente para respaldar proyectos ambientales o relacionados con el cambio climático”.

Desde el ICMA (*International Capital Market Association*) (2018), definen los bonos verdes como “cualquier tipo de bono en el que los fondos se aplicarán exclusivamente para financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad, Proyectos Verdes elegibles<sup>5</sup>, ya sean nuevos y/o existentes y que estén alineados con los cuatro componentes principales de los GBP”.

---

<sup>5</sup> Los proyectos verdes podrán tener también beneficios sociales y deberá determinarse por parte de los emisores la calificación del uso de los fondos de un bono como bono verde.

También son definidos como aquellas “emisiones de valores negociables, en forma de deuda del emisor, cuyos recursos están destinados a financiar exclusivamente actividades y proyectos relacionados con la sostenibilidad social y ambiental, a diferencia de la deuda bancaria o los bonos tradicionales que financian las actividades rutinarias de las empresas, sin restricciones, pero que también pueden incluir todas aquellas actividades” (Vives, 2018).

Los bonos verdes movilizan recursos de los mercados para proyectos que generen beneficios ambientales, como la energía renovable, la eficiencia energética, la gestión de residuo, el transporte, o el uso sostenible de la tierra. La ICMA y los GBP nos permiten calificar los bonos como verde o no, y, además, como veremos en el siguiente apartado, deben someterse a una verificación independiente, principalmente para verificar que los proyectos en los que se invierte generen los beneficios buscados por este tipo de bonos.

Como apuntan Ehlers y Packer (2017), no existe una definición única y homogénea de lo que constituye un “uso beneficioso para el medioambiente de los ingresos”, y a pesar de ello los participantes del mercado confían en los estándares que se han establecido para intentar definirlo.

Tal y como lo definen los GBP, los bonos verdes abarcan tanto bonos climáticos como medioambientales, siempre que se alineen con dichos principios (ICMA, 2019). Cabe además diferenciar los bonos verdes de los bonos sociales y de los bonos sostenibles. Los bonos sociales son, según el ICMA, y según los Principios de Bonos Sociales (SBP), aquellos que recaudan fondos para proyectos nuevos o ya existentes que persigan resultados sociales positivos. Por otra parte, los bonos sostenibles son aquellos que engloban tanto objetivos verdes como sociales, tal y como indican los Principios de Bonos Sostenibles (SBG). La característica común de los bonos verdes, bonos sociales y bonos sostenibles es el uso predeterminado de los ingresos y la alineación voluntaria con un conjunto común de criterios (ICMA, 2019)

Existen diferentes tipos de Bonos Verdes en el mercado, y los principales en el mercado son, según la ICMA (2018):

- (i) Bono verde estándar, consistente en un bono en el cual los inversores pueden recurrir al emisor en caso de incumplimiento, indistintamente del carácter de bono verde.
- (ii) *Green Revenue Bond*, no teniendo en este caso recurso los inversores contra el emisor, ya que el pago de la deuda dependerá únicamente de la capacidad de generar flujos de los proyectos que financie el bono. se trata de un bono verde donde los inversores no tienen recurso contra el emisor, dado que confían en la capacidad de generación de cash-flow de los proyectos verdes a los que están destinados los fondos de la emisión.
- (iii) Green Project Bond, que, siendo lo mismo que el anterior, se basa únicamente en la capacidad de generar flujos de un proyecto específico.
- (iv) Bono titulizado, donde el repago de la deuda dependerá de los ingresos que genere una determinada cartera de proyectos.

A parte de los bonos verdes, como prosigue Vives (2018), se está desarrollando un mercado de préstamos verdes, que al igual que los bonos verdes, se asimilan a los tradicionales y lo único que difiere es la destinación de los fondos. El desarrollo de ambos mercados traerá innovaciones beneficiosas para la sostenibilidad del planeta.

### **3.2. Verificación de la condición de bonos verdes**

Los GBP consisten en una guía de orientación para emisores, inversores y entidades intermediarias, que recomienda principalmente la transparencia, la divulgación de información y la integridad en los mercados de bonos verdes. Atañen desde el procedimiento a seguir para su diseño y uso, hasta su publicación, para que sean comprensibles, exactos, transparentes e íntegros en términos de información pública.

Hay cuatro principios que desarrolla el ICMA:

- a. Uso de los fondos: es la base de la utilización de los bonos verdes. El emisor debe describir los proyectos que pretende apoyar de forma exhaustiva, clara y evaluarlos y cuantificarlos de ser posible. La ICMA, en su informe sobre los GBP, realiza una enumeración de los proyectos que comúnmente son

financiados con bonos verdes: aquellos relacionados con energías renovables, eficiencia energética, la prevención y el control de la contaminación, la gestión sostenible de los recursos naturales y el uso de la tierra, la conservación de la biodiversidad terrestre y acuática, el transporte limpio, la gestión sostenible del agua y de las aguas residuales, la adaptación al cambio climático, los productos adaptados a la economía circular, tecnologías y procesos de producción, y los edificios ecológicos. Se hace referencia con esto a la taxonomía previamente explicada.

- b. Proceso para la evaluación y selección del proyecto: es esencial que el emisor determine los objetivos que persigue con el bono, el proceso por el cual se determina que dichos proyectos se adecuan a los objetivos, y los criterios de elegibilidad de las inversiones utilizando los fondos del bono. Es beneficioso para ello que el proceso de evaluación por parte del emisor se complemente con una revisión externa.
- c. Gestión de los fondos: los fondos recaudados obtenidos del bono verde deben controlarse en todo caso por el emisor de forma apropiada, ajustando el balance de fondos durante la vida útil del bono dando a conocer a los inversores los movimientos que se realicen. Es beneficioso que esta gestión se complemente con la revisión de un auditor.
- d. Informes: se deberá informar de manera anual y cuando se den hechos relevantes. El acceso a la información debe ser sencillo y esta debe estar actualizada. Dichos informes deben incluir una enumeración de los proyectos y de las cantidades que se asignan, así como el impacto esperado. Todo ello será recogido mediante indicadores tanto cuantitativos como cualitativos.

Es sustancial que en el momento de emitir un bono verde se recurra a una revisión externa e independiente que evalúe que el bono cumpla con los cuatro elementos previamente descritos. Como apuntan Ehlers y Packer (2017), la certificación externa permite a los emisores mostrar a los inversores que efectivamente están invirtiendo en bonos verdes. Esta revisión puede ser realizada por consultores u otras instituciones especializadas en

sostenibilidad ambiental u otros elementos importantes en la emisión de bonos verdes. Las revisiones externas pueden ser parciales evaluando únicamente determinados aspectos del bono.

Hay distintos tipos de evaluaciones externas independientes:

- a. “*Second party opinion*” emitida por una institución independiente del asesor del emisor, basada en una evaluación para comprobar la alineación del bono con los GBP. Es posible que evalúe objetivos generales, estrategia, políticas y procesos del emisor relacionados con la sostenibilidad medioambiental y otras características de los proyectos.
- b. Verificación independiente que siga unos criterios ambientales y que esté centrada en evaluar normas internas y externas o declaraciones del emisor.
- c. Certificación, a través de un estándar que defina los criterios consistentes con los que debe estar alineada la emisión y que son revisados por certificadores cualificado y acreditados.
- d. Rating, o puntuación de bonos verdes, determinado por terceros cualificados y especializados, o agencias de rating, y que se basará en datos de desempeño medioambiental, en la alineación con los GBP y otras referencias medioambientales.

El ejemplo mas destacado de segundas opiniones en bonos verdes es el de CICERO, empresa que proporciona evaluaciones basadas en investigaciones, para determinar la solidez ambiental de bonos verdes. Ellos distinguen entre verde oscuro, medio y claro para que haya una mayor comprensión de la calidad de los bonos en cuanto a su impacto medioambiental (CICERO, 2019). El proceso que siguen para la determinación de su segunda opinión acerca de bonos verdes es el representado en el siguiente diagrama.

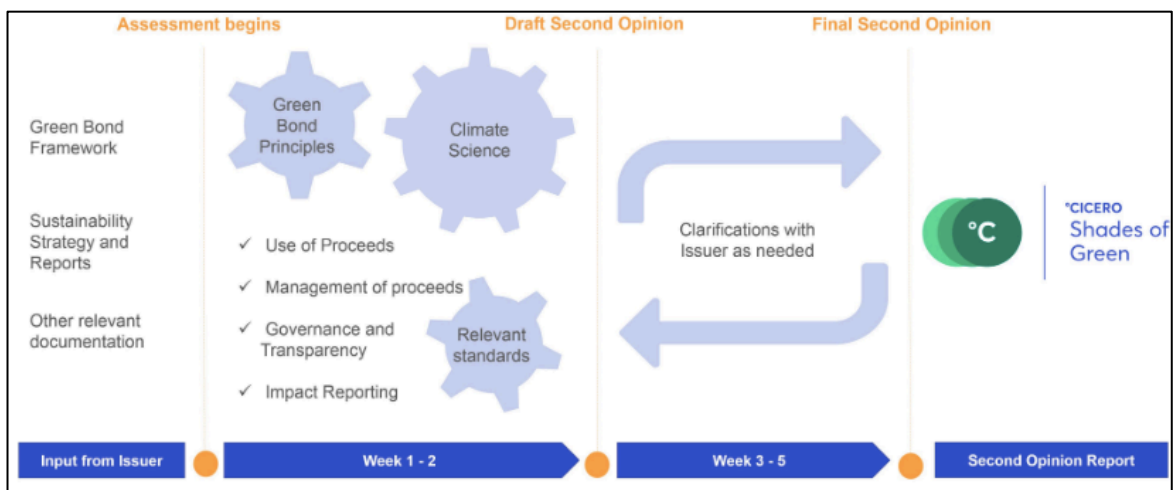


Figura nº1 - *The process of getting a CICERO Second Opinion on a Green bond framework.* Fuente: CICERO.

Se parte de el marco de bonos verdes existente, de los informes y la estrategia de sostenibilidad y otra información relevante para que, con las bases regulatorias de estos instrumentos (GBP, estándares climáticos relevantes, etc...) se alcance la clasificación del emisor en una de las tonalidades de verde que establecen y definen desde CICERO.

### 3.3. El mercado de bonos verdes

#### 3.3.1. Mercado mundial de bonos verdes

Se trata de un mercado apoyado primordialmente en la transparencia, en una alineación de las emisiones con la estrategia de sostenibilidad de cada emisor, y el impacto hacia el medioambiente que los proyectos asociados supongan y que deberán ser reportados periódicamente. Durante 2019 se han introducido en el mercado nuevos sectores, debutando el sector de las telecomunicaciones con diversos proyectos candidatos a ser financiados a través de bonos verdes. Además, se han introducido algunos gobiernos, que, en su agenda para cumplir con el Acuerdo de Paris, han emitido bonos verdes, como son Chile y Holanda (El Economista, 2019).

El primer bono verde fue emitido en 2007, y desde entonces, y sobretudo a partir de 2013, el crecimiento de emisiones ha sido exponencial. Desde 2014, se ha pasado de 33 billones de dólares de emisiones a 167 billones en 2018. En el inicio del tercer cuatrimestre de 2019, la emisión de bonos verdes ha superado los 200 billones de dólares. En el tercer

cuatrimestre de 2019 se han emitido 62,8 billones de dólares, correspondientes a 139 emisores de 32 países distintos (Climate Bonds Initiative, 2019).

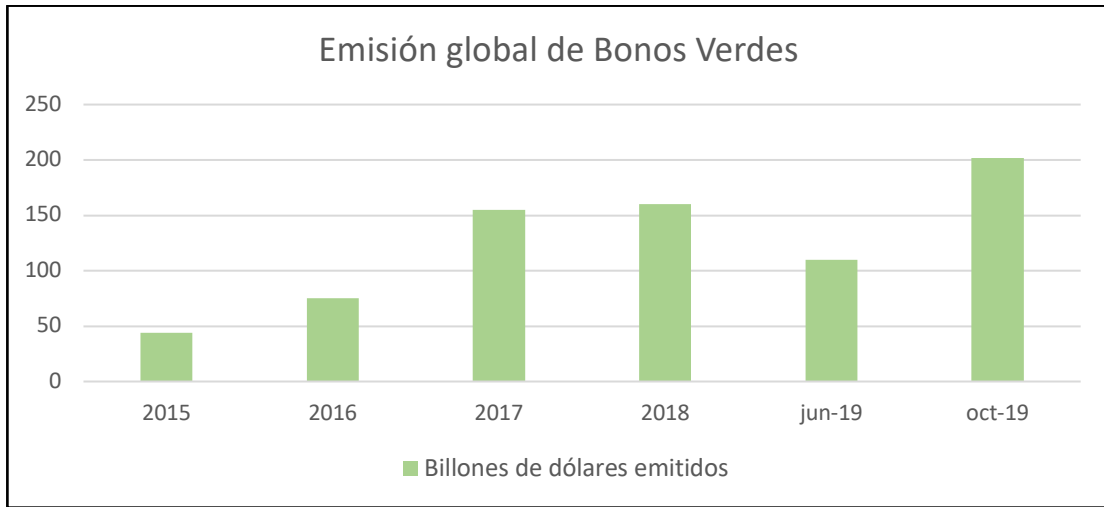


Gráfico nº3 – Emisión global de Bonos Verdes según el Informe Q3 2019. Fuente: Climate Bonds Initiative (elaboración propia)

El mayor emisor de bonos verdes en 2019 fue Estados Unidos con 36 billones de dólares emitidos, cantidad que supone 7 veces la cantidad emitida por España, a pesar de que también se encuentre entre los 15 mayores emisores este último año (Climate Bonds Initiative, 2019).

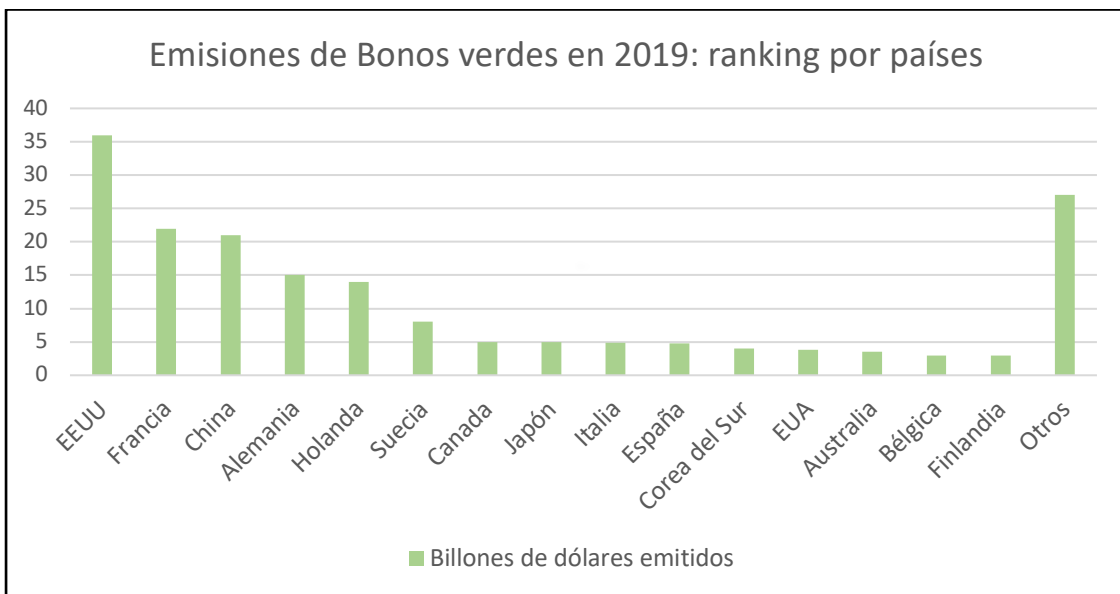


Gráfico nº4 – Emisión de Bonos Verdes en 2019: ranking por países, según el Informe Q3 2019. Fuente: Climate Bonds Initiative (elaboración propia)

Actualmente, la mayor parte de los ingresos están destinados proyectos relacionados con energías renovables (33%), seguidos de los edificios con bajo contenido de carbono (30%), del transporte limpio (22%), del agua (9%), y del uso de los residuos y de la tierra (3%) (Climate Bonds Initiative, 2019).

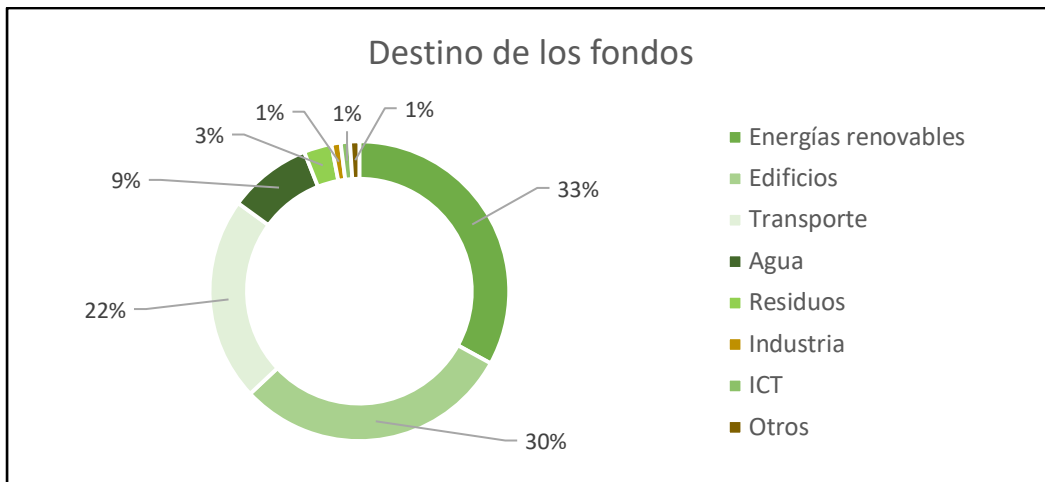


Gráfico nº5 – Destino de los fondos según el Informe Q3 2019. Fuente: Climate Bonds Initiative (elaboración propia)

Los emisores de bonos verdes engloban desde organismos supranacionales hasta bancos de desarrollo, empresas, tanto privadas como públicas, y en los últimos años se han sumado gobiernos, tanto centrales como regionales. Polonia fue el primer país en emitir bonos soberanos verdes en 2016, seguido de Francia y China.

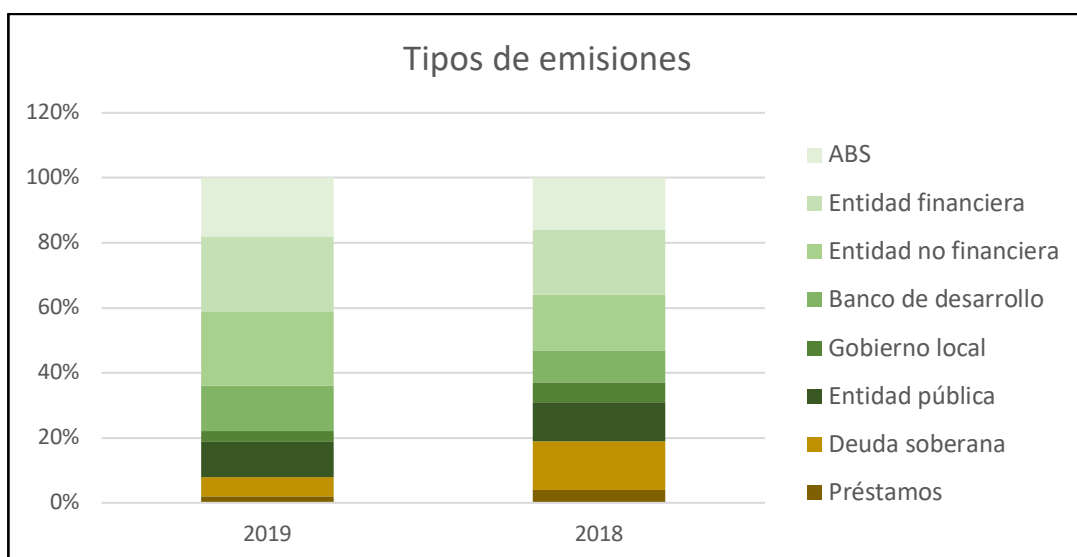


Gráfico nº6 – Tipos de emisiones según el Informe Q3 2019. Fuente: Climate Bonds Initiative (elaboración propia)



Respecto de los inversores, entre ellos se encuentran mayoritariamente fondos de pensiones, aseguradoras o bancos, debido al alto valor nominal de los bonos que dificulta la inversión minorista. No obstante, con la aparición de bonos verdes soberanos, de menor valor nominal, está en aumento la participación de inversores minoristas. Los principales inversores de bonos verdes se sitúan en primer lugar en Europa, en Japón y en Norteamérica (Banco Mundial, 2015).

### **3.3.2. Mercado español de bonos verdes**

Tal y como se avanzaba, España se encuentra por delante de otros países con mayores economías en términos de emisiones de bonos verdes, situándose actualmente en el noveno puesto del ranking mundial, bajando desde el séptimo en 2018, según la Climate Bonds Initiative (2018). Esto supone que España sea actualmente un referente en finanzas sostenibles y nace de las numerosas e importantes emisiones realizadas en los últimos años por entidades como BBVA, Iberdrola o el ICO, o las Comunidades Autónomas de Madrid y el País Vasco que recientemente han realizado diversas operaciones con bonos verdes (ABC, 2019).

En 2017 Iberdrola emitió 2.750 millones de euros en bonos verdes, y según el diario El Economista (2018), Iberdrola ha realizado seis emisiones de bonos verdes desde 2014, momento en el que se convirtió en la primera empresa española en emitir un bono verde y que la ha llevado a convertirse en la empresa líder del mercado español, valorado en 7.200 millones de financiación verde en 2017.

A principios de este año, el Instituto de Crédito Oficial (ICO) emitió 500 millones de euros en bonos verdes, que fueron colocados mayoritariamente entre bancos y fondos de inversión o entidades aseguradoras, destinándose el 43% a inversores de Francia y Alemania (El Confidencial, 2019). Además, BBVA emitió en mayo de 2019 1.000 millones de euros en bonos verdes siendo esta la mayor emisión de este instrumento por parte de una entidad financiera en la Eurozona, tal y como apuntan desde el diario El Economista (2019), siendo además el primer banco español en emitir bonos verdes. Recientemente, también el Banco Santander ha emitido un bono senior preferente por

1.000 millones de euros con objeto de financiar y refinanciar determinados proyectos relativos a la energía eólica y solar (El Confidencial, 2019).

Por su parte, a nivel autonómico, el País Vasco emitió 600 millones de euros en bonos verdes y la Comunidad de Madrid 1.250 millones de euros, ambos en abril de 2019. No obstante, se está trabajando para realizar una emisión a nivel nacional por parte del próximo Gobierno de España, siguiendo, como apuntan desde el diario El Confidencial (2019), los pasos de otros gobiernos europeos como Francia o Bélgica. Desde el Ministerio de Energía prevén una inversión pública para la transición ecológica de 40.000 millones de euros en la próxima década. Por lo tanto, se percibe la potencialidad de España de convertirse en uno de los países referentes en materia de inversión sostenible y medioambiental en los próximos años.

En 2020 el Tesoro Español realizará por primera vez una emisión de bonos verdes. Así lo ha confirmado la ministra de Economía y Empresa, Nadia Calviño, durante la COP 25, afirmando que una gran parte de los 236.000 millones de euros necesarios para la financiación de la transición ecológica provendrá del sector privado. El resto se definirá cuando se constituya un Gobierno. Indica a continuación que se está trabajando en la taxonomía, ya explicada anteriormente, para definir en que consistirán los bonos verdes en cuestión, y los proyectos que serán financiados con ellos, para evitar el denominado *green-washing* y que los fondos recaudados se destinen en exclusiva a proyectos ecológicamente sostenibles. Los proyectos que serán financiados a través de esta emisión de bonos verdes estarán relacionados con “la eficiencia y el ahorro energético (...), las energías renovables, las infraestructuras, la red de interconexión inteligente, la movilidad sostenible o la gestión eficiente del agua, entre otros” (El País, 2019).

### **3.4. Rentabilidad de los bonos verdes**

En un primer acercamiento al asunto, según el Banco Mundial (2015), el precio de los bonos verdes es muy parecido al de los bonos convencionales, lo que se traduce por que los inversores no son propensos a una disminución de los beneficios o pagar de más por la calificación verde de los bonos. No obstante, da una gran importancia a la influencia de las reglas de oferta y demanda en el mercado de los bonos verdes como base principal

del precio de estos, apuntando que la aparición de nuevos inversores puede reflejarse en la caída de la rentabilidad de los bonos verdes debido a la escasez de las emisiones. Es decir, no se trata de que las emisiones por ser verdes sean más ventajosas en términos de rentabilidad, sino que será cuestión de la oferta y la demanda de bonos verdes que haya en el mercado (Lucas Chinchilla, 2019)

Numerosos expertos afirman que el comportamiento de los bonos verdes es similar al de los bonos tradicionales. Desde la ICMA (2018) determinan que aun es complicado determinar la rentabilidad generalizada de los bonos verdes.

Por otro lado, desde El Economista (2019) analizan también la rentabilidad de este tipo de bonos en comparación con los bonos tradicionales, y resulta que son algo menos rentables. Tal y como explican, “si nos fijamos en el Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return (índice representativo de una cesta de bonos corporativos globales grado de inversión), tienen un rendimiento proyectado de un 0,55%. Una cesta similar de bonos verdes (recogida en el Bloomberg Barclays Euro Green Bond Corporate, también en euros y también *total return*) ofrece un 0,46%”. El mismo artículo apunta que la comparación en precios lleva a unos resultados parecidos (que “suben un 5,3% en lo que llevamos de año”) pero añaden que el número de inversores que mantienen la inversión hasta el vencimiento es mayor en los bonos verdes que en otro tipo de activos, interpretando así una mayor estabilidad de estos frente a otros instrumentos de renta fija.

También desde Inversis realizan un análisis de la rentabilidad actual de los bonos verdes apuntando que “la correlación entre el índice global de bonos verdes y el de renta fija global es de más del 90%”. Añaden que no hay gran diferencia en cuanto a los tipos de interés o a la duración, pero si en cuanto al número de emisores, ya que son 180 de bonos verdes y 14.000 de bonos tradicionales. Afirman que es este elemento el que hace que el binomio rentabilidad-riesgo no se vea afectado (Cinco Días, 2018).

La gran parte de los estudios que analizan la rentabilidad de las inversiones socialmente responsables, en general, demuestran que es “al menos tan eficiente desde un punto de vista de rentabilidad-riesgo como la inversión tradicional, sino mayor”, según exponen desde SPAINSIF (2016), permitiendo un mayor control de los riesgos y de las actividades

en las cuales se invierte. En la siguiente figura del Manual de ISR de SPAINSIF detallan dicha relación de rentabilidad-riesgo basada en estudios empíricos.

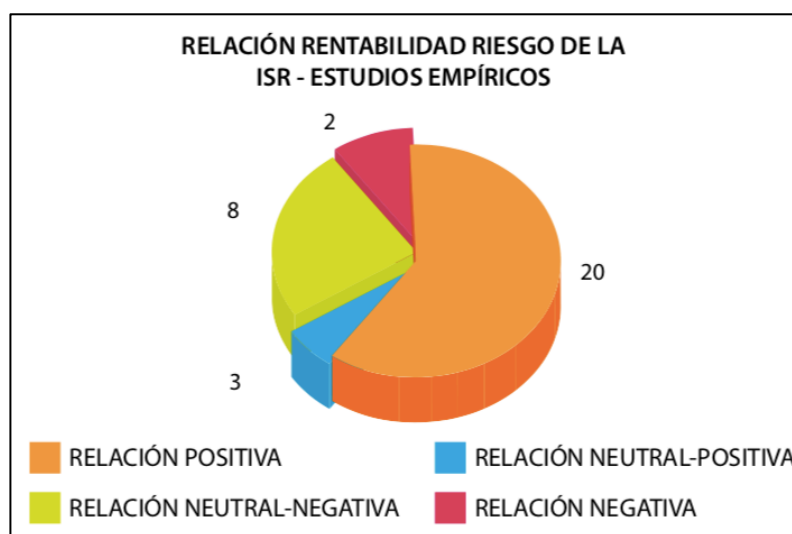


Gráfico nº7 – Relación Rentabilidad Riesgo de la ISR – Estudios empíricos. Fuente: SPAINSIF.

### 3.5. Ventajas de la emisión de bonos verdes

La emisión de bonos verdes requiere esfuerzos económicos adicionales. No obstante, hay muchas razones para emitirlos, que variarán en función del emisor. Desde el Banco Mundial apuntan que los beneficios para los emisores incluyen la diversificación de inversores, el fomento de un diálogo más estrecho con los inversores, una mayor concientización sobre las actividades de los emisores de bonos verdes y la promoción de un mercado que “permita movilizar el financiamiento del sector privado para actividades compatibles con el medio ambiente y orientadas a responder al cambio climático”. Según la ICMA (2019), “también es importante subrayar que las emisiones en algunas jurisdicciones pueden beneficiarse de incentivos regulatorios y/o fiscales. De existir una política de subvenciones que favoreciese un mayor consumo de capital por parte de los bancos para ser destinado a proyectos verdes, se trataría de un incentivo para emitir este tipo de instrumento.

Los bonos verdes permiten que los emisores lleguen a más inversores y entre todos fomentar unas creencias del cuidado del medio ambiente. Desde el Banco Mundial

diseñaron unos bonos verdes para el programa de financiación que atiende únicamente a inversiones sostenibles que promuevan proyectos beneficiosos para el medioambiente.

Encontramos razones para la emisión de bonos verdes que benefician a las empresas emisoras, pero otras benefician en adición a la sociedad en su conjunto, como serían, según Vives (2018), una mayor conciencia de la responsabilidad de las empresas o gobiernos con la sociedad, y de la sociedad misma pudiendo ejercer presión a empresas o gobiernos para crear acciones sostenibles y comprometerse. Además, a esto se añade el hecho de que cuanto mayor sea la demanda de recursos, mayores serán los recursos disponibles para financiar la sostenibilidad, siempre que los inversores canalicen sus recursos a estos proyectos verdes.

Para los inversores también tiene una doble ventaja, ya que por un lado pueden invertir en proyectos sostenibles y así fomentar las actividades beneficiosas para la sociedad y la economía verde, y a la vez se trata de inversiones transparentes, lo cual les beneficia en cuanto corren menores riesgos y se ven amparados con una mayor protección.

En conclusión, según la Fundación Biodiversidad del Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente (2016), hay un consenso generalizado de que la inclusión de exigencias medioambientales en las empresas genera valor tanto para estas como para los inversores. Se contempla que dichas empresas son “mas eficientes, mejor gestionadas y se desenvuelven mejor en los mercados”. A través de entrevistas a expertos concluyen que hay una “correlación positiva entre gestión responsable del medio ambiente y crecimiento y expansión empresarial”, sobretodo en sectores con alto potencial de desarrollo.

#### 4. CASO: EL PRIMER BONO VERDE DEL BBVA

En 2018, el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) emitió su primer bono verde posicionándose como el primer banco español que emitió un bono verde de deuda senior no preferente<sup>6</sup> y siendo este bono el de mayor importe emitido por una entidad financiera en Europa. La emisión realizada fue de 1.000 millones de euros, a un plazo de 7 años. La demanda de este bono fue sorprendentemente elevada, ya que el libro de órdenes llegó a más de 3.000 millones de euros, lo cual permitió bajar el precio de suscripción (BBVA, 2018).

En las siguientes figuras vemos la presencia por países en la suscripción del bono verde de BBVA, y seguidamente, por tipo de inversor.

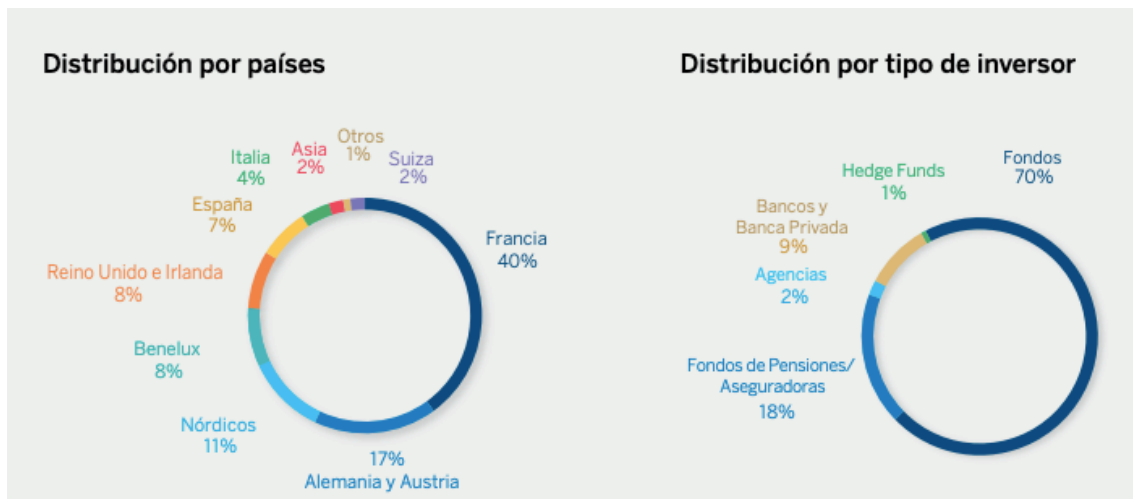


Figura nº2 - Informe de seguimiento del bono verde de BBVA de 2018. Fuente: BBVA.

La mayor parte de la inversión se concentra en Francia, Alemania, Austria, y países nórdicos (68% en total), mientras que, por tipo de inversor, son los fondos de inversión quienes predominan (70%).

Este bono fue emitido dentro del marco de emisión de bonos sostenibles del BBVA, respondiendo a los requerimientos de desarrollo sostenible de la ONU, pretendiendo con ello canalizar mayores fondos hacia proyectos sostenibles. Con esta estrategia de cambio

<sup>6</sup> “A través de este instrumento se busca armonizar la jerarquía de acreedores que deberán asumir pérdidas cuando un banco de la zona euro tenga problemas de solvencia” (BBVA, 2017).

climático y desarrollo sostenible, el BBVA pretende movilizar 100.000 millones de euros de aquí a 2025 (BBVA, 2018).

Si analizamos el Informe de Seguimiento del bono verde de BBVA de 2018 (BBVA, 2019) vemos que el 100% de los fondos se utilizaron para la refinanciación de proyectos (80% para proyectos anteriores a la emisión y 20% para proyectos originados con posterioridad). Dichos proyectos se sitúan mayoritariamente en Reino Unido, España y Francia (87%).

El uso de los fondos recaudados se destinó mayormente a la energía renovable, pero también al transporte sostenible, tal y como vemos en la siguiente tabla, que además refleja el impacto observado en términos de toneladas de CO<sub>2</sub>eq<sup>7</sup> evitadas y de energía eléctrica generada.



	Uso de los fondos captados (en millones euros)	Indicadores de impacto		ODS
		Impacto en toneladas de CO <sub>2</sub> eq evitadas	Energía eléctrica generada (GWh/año)	
<b>Energía renovable</b>				
Energía eólica	611,3	260.207	498	
Energía solar	154,9	12.771	53	
Solar / Biomasa	8,8	1.631	7	
<b>Transporte sostenible</b>				
	225,0	-	-	
<b>Total</b>	<b>1.000</b>	<b>274.609</b>	<b>558</b>	

Figura nº3 - Informe de seguimiento del bono verde de BBVA de 2018. Fuente: BBVA.

Tal y como indica el informe de seguimiento del bono, la tabla anterior no incluye, por estar fuera del periodo estudiado, la cifra de 106.539 toneladas de CO<sub>2</sub>eq evitado que se prevé para el año 2019. Tampoco se incluyen los impactos provenientes de un préstamo verde de 500 millones de euros, de los cuales 412 millones de euros se han incluido en el bono verde de 2018.

<sup>7</sup> El equivalente de CO<sub>2</sub> o equivalente de dióxido de carbono es una medida en toneladas de la huella de carbono.

Uno de los proyectos refinanciados con los fondos captados fue la construcción de las centrales termosolares de Valle 1 y Valle 2 ubicadas en Cádiz, España. Tienen la capacidad de ofrecer conjuntamente un “suministro eléctrico limpio y estable a mas de 80.000 hogares españoles”, y pueden sostener “la estabilidad de la red eléctrica durante 2.900 horas anuales a pleno rendimiento” tal y como indican desde BBVA (2019).



## 5. CONCLUSIONES

- I. Actualmente, la preocupación por el cambio climático y sus efectos en la sociedad ya no puede negarse ni obviarse. Desde el sector financiero se buscan soluciones desde hace años para alcanzar una economía cada vez más verde y descarbonizada. De ahí surge el término de ISR, que, tal y como se ha estudiado, es esencial para alcanzar los objetivos fijados por las instituciones europeas, entre otros. El Plan de Finanzas Sostenibles marca la ruta hacia la construcción de unos mecanismos que persigan dichos objetivos.
  
- II. Resulta esencial la definición de una taxonomía, unas directrices, que indiquen de forma homogénea que actividades favorecen la sostenibilidad medioambiental o que productos reciben la calificación de “ecológicos” y pueden ofrecerse como tal. Además, unos índices de referencia climáticos se están desarrollando desde hace años para permitir una mejor comparabilidad de los productos financieros “verdes”. Es esencial para la ISR que la información acerca de los productos verdes sea transparente y clara para los inversores.
  
- III. Una de las opciones de inversión sostenible son los denominados bonos verdes. Se trata de bonos que movilizan recursos para proyectos que generen beneficios medioambientales. Deben estar sometidos a una verificación externa de su condición y cumplir con los GBP (*Green Bond Principles*).
  
- IV. El mercado de bonos verdes está actualmente viviendo una gran expansión, como se ha podido ver a través de los datos expuestos a lo largo del trabajo. En especial, España está considerado como uno de los países que en los próximos años verá un mayor crecimiento de su mercado de bonos verdes, constituyéndose como un referente en finanzas sostenibles. Se prevé que este año el gobierno español emita su primer bono verde.

- V. Como se desprende del análisis realizado, la rentabilidad de un bono verde es similar a la de un bono tradicional. No obstante, genera unas ventajas superiores, tanto para emisores (diversificación, concienciación sobre el cambio climático, beneficios regulatorios o fiscales, mejor imagen, etc...) como para inversores (contribuir al cuidado del medio ambiente, participar en inversiones más transparentes, etc...).
- VI. Para concluir este trabajo, se realizó un estudio del primero bono verde emitido por BBVA, siendo este el bono verde de mayor valor emitido por una entidad financiera en Europa. Los proyectos a los que se dedicaron los fondos recaudados por este bono fueron mayoritariamente relativos a la energía renovable y al transporte sostenible, y en el análisis se destaca como a través de un informe de seguimiento del bono se informa de su impacto medioambiental y se facilita de tal modo una mayor información a los inversores sobre los beneficios generados.
- VII. Concluir que el tema elegido tiene especial relevancia por los efectos que ya se perciben en el medioambiente y la emergencia de actuar en consecuencia. Es esencial que las tendencias y las oportunidades de la ISR sigan creciendo, que haya una mayor concienciación de la sociedad y de las empresas a la hora de invertir en instrumentos que beneficien la sostenibilidad del planeta y que promuevan proyectos verdes. Es necesario de igual manera que se desarrollen otros instrumentos, como son los préstamos verdes, para que inversores minoristas puedan participar en la descarbonización de la economía de igual manera.

## BIBLIOGRAFÍA

- ABC, 2019. *Bonos verdes y finanzas sostenibles*. [En línea]  
Available at: [https://www.abc.es/economia/abci-bonos-verdes-y-finanzas-sostenibles-201905150202\\_noticia.html](https://www.abc.es/economia/abci-bonos-verdes-y-finanzas-sostenibles-201905150202_noticia.html)  
[Último acceso: 9 diciembre 2019].
- Acciona, 2017. *Sostenibilidad para todos*. [En línea]  
Available at: <https://www.sostenibilidad.com/cambio-climatico/acuerdo-de-paris-en-que-consiste/>  
[Último acceso: noviembre 2019].
- AECA, 2009. *Inversión Socialmente Responsable: estrategias, instrumentos, medición y factores de impulso*. Madrid: Documentos AECA.
- ALIDE, 2019. *ALIDE*. [En línea]  
Available at: <http://www.alide.org.pe/nuevo-documento-tecnico-analiza-el-estado-del-mercado-de-los-bonos-verdes/>  
[Último acceso: 26 noviembre 2019].
- Banco Mundial, 2015. [En línea]  
Available at:  
<http://documents.worldbank.org/curated/en/165281468188373879/pdf/99662-REPLACEMENT-FILE-Spanish-Green-Bonds-Box393223B-PUBLIC.pdf>  
[Último acceso: 26 noviembre 2019].
- Banco Mundial, 2019. *El primer bono verde del mundo*. [En línea]  
Available at: <https://www.youtube.com/watch?v=4fgo5-QPS0Y>  
[Último acceso: 10 noviembre 2019].
- BBVA, 2017. *El Gobierno aprueba la emisión en España de deuda senior 'non-preferred'*. [En línea]  
Available at: <https://www.bbva.com/es/gobierno-aprueba-emision-espana-deuda-senior-non-preferred/>  
[Último acceso: 19 diciembre 2019].

- BBVA, 2018. *BBVA coloca el bono verde de mayor importe en la eurozona*. [En línea]  
Available at: <https://www.bbva.com/es/bbva-lanza-mercado-primer-bono-verde/>  
[Último acceso: 19 diciembre 2019].
- BBVA, 2019. *Informe de seguimiento del bono verde de BBVA de 2018*. [En línea]  
Available at: [https://accionistaseinversores.bbva.com/wp-content/uploads/2019/05/06052019InformeBonoVerde\\_esp.pdf](https://accionistaseinversores.bbva.com/wp-content/uploads/2019/05/06052019InformeBonoVerde_esp.pdf)  
[Último acceso: diciembre 2019].
- BBVA, 2019. *¿Para qué sirve un índice de sostenibilidad?*. [En línea]  
Available at: <https://www.bbva.com/es/para-que-sirve-un-indice-de-sostenibilidad/>  
[Último acceso: 28 noviembre 2019].
- CICERO, 2019. *Proveedor global líder de segundas opiniones sobre bonos verdes*. [En línea]  
Available at: <https://www.cicero.green/>  
[Último acceso: 18 diciembre 2019].
- Cinco Días, 2018. *Consejos para invertir en bonos verdes*. [En línea]  
Available at:  
[https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/06/15/mercados/1529077106\\_391947.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/06/15/mercados/1529077106_391947.html)  
[Último acceso: 2 diciembre 2019].
- Climate Bonds Initiative, 2019. *Green Bond Market Summary Q3 2019*. [En línea]  
Available at:  
[https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_q32019\\_highlights\\_final.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_q32019_highlights_final.pdf)  
[Último acceso: 3 noviembre 2019].
- Cowton, C., 1999. *Playing by the rules: ethical criteria at an ethical fund*.  
s.l.:s.n.

- Delgado, M., 2019. *Mesa redonda: Las finanzas sostenibles como motor de la transición ecológica*. [En línea]  
Available at:  
<https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Subgobernador/Arc/Fic/delgado120319.pdf>  
[Último acceso: noviembre 2019].
- Ehlers, T. & Packer, F., 2017. *Financiación y certificación de los bonos verdes*. [En línea]  
Available at: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1709h.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709h.htm)  
[Último acceso: noviembre 2019].
- El Confidencial, 2019. *El Tesoro avanza el trabajo para que el nuevo Gobierno pueda emitir bonos verdes en 2020*. [En línea]  
Available at: [https://www.elconfidencial.com/mercados/2019-10-16/tesoro-economia-bonos-verdes-gobierno\\_2282652/](https://www.elconfidencial.com/mercados/2019-10-16/tesoro-economia-bonos-verdes-gobierno_2282652/)  
[Último acceso: 9 diciembre 2019].
- El Economista, 2018. *Récord en bonos verdes: España supera los 5.000 millones en 2017*. [En línea]  
Available at: <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/8917632/02/18/Record-en-bonos-verdes-Espana-supera-los-5000-millones-en-2017.html>  
[Último acceso: 9 diciembre 2019].
- El Economista, 2019. *Bonos verdes, sostenibles y sociales: rentabilidad duradera*. [En línea]  
Available at: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/10041202/08/19/Bonos-verdes-sostenibles-y-sociales-rentabilidad-duradera.html>  
[Último acceso: 2 diciembre 2019].
- El Economista, 2019. *Bonos verdes: baratos para emisor, rentables para el inversor*. [En línea]  
Available at:

- <https://www.eleconomista.es/fondos/noticias/9978359/07/19/Bonos-verdes-baratos-para-el-emisor-rentables-para-el-inversor.html>  
[Último acceso: 2 diciembre 2019].
- El Economista, 2019. *La banca, clave para movilizar el capital hacia una economía verde*. [En línea]  
Available at: <https://www.eleconomista.es/especial-medio-ambiente/noticias/9488090/10/18/La-banca-clave-para-movilizar-el-capital-hacia-una-economia-verde.html>  
[Último acceso: 9 diciembre 2019].
  - El Mundo, 2019. *Por qué España necesita un Banco Verde*. [En línea]  
Available at:  
<https://www.elmundo.es/opinion/2019/11/28/5ddec181fdddffbe818b45c8.html>  
[Último acceso: 3 enero 2020].
  - El País, 2019. *Calviño confirma que el Tesoro lanzará una emisión de bonos verdes en 2020*. [En línea]  
Available at:  
[https://elpais.com/economia/2019/12/10/actualidad/1575990288\\_104016.html](https://elpais.com/economia/2019/12/10/actualidad/1575990288_104016.html)  
[Último acceso: 16 diciembre 2019].
  - Fernández Hinojosa, J. C., 2018. *Los bonos verdes: el caso de Iberdrola*, s.l.: s.n.
  - Fundación Biodiversidad del Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente, 2016. *La inversión en la creación y desarrollo de empresas verdes en España*. [En línea]  
Available at: <https://fundacion-biodiversidad.es/sites/default/files/informacion-institucional/lainversionenlacreacionydesarrollodeempresasverdesenespana.pdf>  
[Último acceso: 3 enero 2020].
  - ICMA, 2018. *Los Principios de los Bonos Verdes 2018 - Green Bond Principles (GBP) Guía del procedimiento voluntario para el emisión de bonos verdes*. [En línea]

- Available at: <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>  
[Último acceso: 30 octubre 2019].
- ICMA, 2019. *Guidance handbook and Q&A on green, social and sustainability bonds*. [En línea]  
Available at: <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/questions-and-answers/#FAQ1.1>  
[Último acceso: 29 noviembre 2019].
  - Lucas Chinchilla, P., 2019. *Los Bonos Verdes. Una aproximación a la Financiación Sostenible mediante Bonos Verdes*. [En línea]  
Available at: [http://e-spacio.uned.es/fez/eserv/bibliuned:master-CEE-SyRSC-Plucas/Lucas\\_Chinchilla\\_Pablo\\_TFM.pdf](http://e-spacio.uned.es/fez/eserv/bibliuned:master-CEE-SyRSC-Plucas/Lucas_Chinchilla_Pablo_TFM.pdf)  
[Último acceso: diciembre 2019].
  - Social Investment Forum, 2009. [En línea]  
Available at:  
[https://www.researchgate.net/publication/314099816\\_Socially\\_Responsible\\_and\\_Sustainable\\_Investing](https://www.researchgate.net/publication/314099816_Socially_Responsible_and_Sustainable_Investing)  
[Último acceso: 29 noviembre 2019].
  - SPAINSIF, 2016. [En línea]  
Available at: <https://www.spainsif.es/publicaciones/>  
[Último acceso: 2019 noviembre].
  - SPAINSIF, 2019. *La inversión sostenible, la gran aliada para acelerar el acuerdo de París*. [En línea]  
Available at: <https://www.spainsif.es/aliada-acuerdo-paris/>  
[Último acceso: 15 diciembre 2019].
  - SPAINSIF, 2019. *Plan de Acción de Finanzas Sostenibles*. [En línea]  
Available at: <https://www.spainsif.es/pa-finanzas-sostenibles/>  
[Último acceso: noviembre 2019].

- UNED, 2007. *Como fomentar la inversión socialmente responsable en España*. Madrid: UNED.
- Vives, A., 2018. [En línea]  
Available at: [http://cumpetere.blogspot.com/2018/02/bonos-verdes-sociales-y-sostenibles-1a\\_25.html](http://cumpetere.blogspot.com/2018/02/bonos-verdes-sociales-y-sostenibles-1a_25.html)  
[Último acceso: 26 noviembre 2019].
- Vives, A., 2018. *Agora RSC*. [En línea]  
Available at: <https://www.agorarsc.org/bonos-verdes-sociales-y-sostenibles-1a-parte-que-son/>  
[Último acceso: 26 noviembre 2019].
- WWF, 2017. *Riesgos y oportunidades en las inversiones financieras. Un sistema financiero alineado con el Acuerdo de París. El papel de los inversores institucionales*. [En línea]  
Available at:  
[https://www.wwf.es/nuestro\\_trabajo\\_/clima\\_y\\_energia/finanzas\\_climaticas/](https://www.wwf.es/nuestro_trabajo_/clima_y_energia/finanzas_climaticas/)  
[Último acceso: noviembre 2019].
- WWF, 2019. *Finanzas por el clima*. [En línea]  
Available at:  
[https://www.wwf.es/nuestro\\_trabajo\\_/clima\\_y\\_energia/finanzas\\_climaticas/](https://www.wwf.es/nuestro_trabajo_/clima_y_energia/finanzas_climaticas/)  
[Último acceso: noviembre 2019].