



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales ICADE

# **LA EMISIÓN DE BONOS VERDES COMO ALTERNATIVA PARA LA FINANCIACIÓN DE PROYECTOS**

Clave: 201813872

MADRID | Junio 2020

## **Resumen**

El presente trabajo tiene como objetivo la profundización en un instrumento financiero en auge, los Bonos Verdes. Los Bonos Verdes son bonos donde los fondos recaudados se utilizarán única y exclusivamente para la financiación o refinanciación de proyectos verdes elegibles que aporten un beneficio para el medioambiente. Contribuyen al cumplimiento de los Acuerdos de París de 2015 y a la Agenda de 2030 para el Desarrollo Sostenible, financiando actividades económicas bajas en emisiones de gases de efecto invernadero y mitigación y prevención del cambio climático. Este mercado se encuentra en pleno crecimiento y desarrollo obteniendo en 2019 el nivel de emisiones más alto desde 2007, año de emisión del primer bono verde del mercado, y con perspectivas de ser superado en 2020.

En la primera parte de este trabajo se exponen las guías de estándares voluntarias existentes y la evolución de mercado, tanto nacional como internacional, de estos bonos. En la segunda parte, se explica el nacimiento de la Taxonomía Europea, unos estándares de regulación confeccionados en 2019 que aportan transparencia y claridad al mercado, y en la tercera parte del trabajo, se pretende estudiar el proceso de emisión de bonos verdes por parte de la empresa española Grenergy renovables observando como se aplican a la realidad los procesos descritos en las partes previas.

## **Palabras clave**

Bonos Verdes, actividades económicas sostenibles, Medioambiente, Greenergy, regulación, uso de los fondos.

## **Abstract**

The present paper aims to deepen the understanding of a financial instrument in apogee, Green Bonds. Green Bonds are bonds where all the proceeds are invested exclusively in financing or refinancing green eligible projects with positive environmental impact. They contribute to the fulfillment of the 2015 Paris Agreements and the 2030 Development Agenda for Sustainable, by financing economic activities that are low in greenhouse gas emission and help to mitigate and prevent climate change. This market is growing and developing fast, in 2019 it has obtained the highest level of emissions since 2007, when the first green bond was emitted, and with perspectives of being surpassed in 2020.

The first part of this paper presents the voluntary guidelines available for the emissions and the national and international market evolution of this bonds. The second part explains the European Taxonomy, regulatory standards designed in 2019 which brings transparency and clarity to the market. The third and last part, exposes the emission process of green bonds by the Spanish company Grenergy renovables.

## **Key words**

Green Bonds, sustainable economic activities, environment, Grenergy, regulation, use of proceeds.

# ÍNDICE DE CONTENIDOS

<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>6</b>
1.1 JUSTIFICACIÓN DEL TEMA ELEGIDO.....	6
1.2 OBJETIVOS.....	6
1.3 METODOLOGÍA .....	7
1.4 ESTRUCTURA .....	7
<b>2. LOS BONOS VERDES</b> .....	<b>9</b>
2.1 INTRODUCCIÓN.....	9
2.2 BONOS VERDES.....	11
2.3 EMISIÓN DE BONOS VERDES FRENTE A LA EMISIÓN DE BONOS CONVENCIONALES.....	12
2.4 LOS PRINCIPIOS DE BONOS VERDES .....	14
2.5 EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE BONOS VERDES .....	18
2.5.1 El papel de los bancos para canalizar financiación hacia proyectos sostenibles.....	18
2.5.2 Bonos verdes en el marco internacional.....	19
2.5.3 La evolución del mercado de los bonos verdes en España.....	22
2.5.4 La estandarización.....	25
<b>3. TAXONOMÍA EUROPEA</b> .....	<b>26</b>
3.1 LA TAXONOMÍA .....	26
3.2 EUROPEAN GREEN DEAL .....	26
3.3 ACTIVIDADES ALINEADAS CON LA TAXONOMÍA .....	27
3.4 REGULACIÓN .....	28
3.5 CONTABILIZACIÓN DE ACTIVIDADES.....	29
3.6 CLASIFICACIÓN DE LAS ACTIVIDADES ECONÓMICAS.....	30
3.7 DESAFÍOS A LOS QUE SE ENFRENTA LA TAXONOMÍA.....	30
3.8 EL DESARROLLO DE LA TAXONOMÍA EN UN FUTURO .....	31
3.9 LOS ESTÁNDARES DE BONOS VERDES EUROPEOS (EU GBS).....	32
3.10 IMPACTO DEL COVID-19 .....	33
<b>4. EMISIÓN DE BONOS VERDES: GREENERGY</b> .....	<b>35</b>
4.1 EL PORQUE DE LA EMISIÓN DE BONOS VERDES COMO FORMA DE FINANCIACIÓN .....	35
4.2 EL PROCESO DE LA PRIMERA EMISIÓN DEL BONO VERDE POR PARTE DE GREENERGY, €22 MILLONES .....	38
4.3 PRINCIPIOS DE BONOS VERDES .....	39
4.3.1 Uso de los fondos .....	39
4.3.2 Proceso de selección y evaluación de proyectos .....	41
4.3.3 Gestión de fondos/ingresos .....	41
4.3.4 Publicación de informes.....	42
4.4 PRINCIPALES RETOS .....	43
<b>5. CONCLUSIONES</b> .....	<b>45</b>
<b>6. BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>47</b>
<b>7. ANEXOS</b> .....	<b>49</b>

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

<i>Ilustración 1: Bonos verdes emitidos por tipo de emisor 2007-20014 (Fuente: (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial, 2015)).....</i>	<i>19</i>
<i>Ilustración 2: Emisiones sostenibles globales anuales, 2013-2019 (Fuente: (Romero, et al., 2019).....</i>	<i>21</i>
<i>Ilustración 3: Reparto por uso de fondos de los bonos verdes en 2019 (Fuente (Romero, et al., 2019)).....</i>	<i>24</i>
<i>Ilustración 4: Proyectos Elegibles Grenergy renovables (Fuente: elaboración propia).....</i>	<i>40</i>

## **1. Introducción**

### *1.1 Justificación del tema elegido*

Una de las mayores amenazas a las que se enfrenta la sociedad y el mundo actualmente, es la amenaza del cambio climático. Esto se debe a las elevadas tasas de emisiones de gases de efecto invernadero y al calentamiento global que aumentan la temperatura de la Tierra gravemente causando variaciones en el clima que dan lugar a olas de calor, incremento del nivel del mar, sequías, huracanes, inundaciones. La amenaza es cada vez mayor incluso se podría llegar a clasificar de emergencia climática, pero se está a tiempo de promover un cambio. La Tierra es el único hogar que tienen los seres humanos, por ello hay que cuidarla. Para combatir los gases de efecto invernadero es imprescindible el cuidado y protección de los llamados “Carbon Sinks” fuentes naturales de la Tierra que absorben más dióxido de carbono del que generan y lo almacenan. Algunos ejemplos de estos son los océanos, y los bosques que cada vez se ven más amenazados y atacados por parte del ser humano debido a la deforestación.

En Los Acuerdos de París sobre el Cambio Climático en 2015, se acordó entre todos los participantes la reducción urgente e inmediata de las emisiones globales de los gases de efecto invernadero, pese a esto continuaron incrementando hasta 2019 donde comenzaron a frenarse. Se encuentra ya un consenso científico donde la opinión de reducir las emisiones globales en un 50% a lo largo de la siguiente década con el fin de mantener el incremento de la temperatura del calentamiento global en 1.5 grados y evitar así las consecuencias catastróficas que el cambio climático podría causar.

El dilema, en la mayoría de los casos, está en la pérdida del beneficio económico ligada a un cambio de prácticas. En este punto surge el propósito del presente Trabajo de Fin de Grado: La emisión de Bonos Verdes como fuente de financiación. Este tipo de bonos, de reciente creación, puede ser de gran utilidad tanto para emisores como para inversores para financiar proyectos o de financiar el coste de transición hacia un mundo mas limpio, justo y verde.

### *1.2 Objetivos*

Este trabajo de Fin de Grado pretende exponer como la emisión de bonos verdes como forma de financiación de proyectos es una buena alternativa de financiación. Se explica que son y en que consisten, cuales son los sistemas de regulación existentes, los tipos de proyectos que

pueden ser financiados con los fondos recaudados por dicha emisión, como manejar esos fondos, las ventajas que presentan frente a la emisión de bonos convencionales. Se analizará el gran desarrollo y expansión en últimos diez años de este mercado, tanto en el marco nacional como internacional y se utilizará a la empresa española Greenergy renovables para observar de cerca el proceso de emisión de bonos verdes y la importancia de la implantación de políticas ESG en la empresa que no solo afectarán a la empresa en sí, si no que ayudarán a toda la sociedad en la transición hacia un mundo más limpio y sostenible.

### *1.3 Metodología*

El estudio de este trabajo es de tipo deductivo, se presenta primero la teoría de los bonos verdes, su estructura, que son y las ventajas. A lo largo del trabajo se comenta sobre la regulación y estandarización de estos. En la parte final, se pretende poner en práctica lo expuesto previamente con un caso práctico, en este caso el proceso de emisión de bonos de la empresa española Greenergy renovables.

Para la parte *teórica* se ha llevado a cabo una revisión bibliográfica, en concreto sobre: que son los bonos verdes, las ventajas que presentan, la regulación y estandarización y su evolución en el mercado. Para ello se ha recurrido principalmente a fuentes secundarias como informes de la Unión Europea, International Capital Market Association y World Business Council for Sustainable Development entre otras.

En la parte *empírica* se ha realizado un estudio de la empresa Greenergy. Se explica su proceso de emisión de deuda verde en detalle, como fueron capaces de sacarlo adelante y los principales retos a los que se enfrentaron. Para esta parte se ha recurrido a informes de la empresa y reuniones con el director de la división de Servicios, principal encargado de la interacción con la segunda parte independiente encargada de supervisar todos los procedimientos y realizar el rating, Vigeo Eiris.

### *1.4 Estructura*

El presente trabajo se divide en cinco capítulos incluyendo esta parte de introducción como primera parte.

En la segunda parte se expone los bonos verdes, que son, las ventajas que presentan frente a la deuda convencional y los estándares de referencia existentes además de analizar la evolución de mercado de dichos bonos tanto en el marco internacional como en el nacional.

La tercera parte está dedicada a la Taxonomía, unos criterios globales oficiales de regulación y cumplimiento que sirven de apoyo para emisores e inversores.

Seguidamente, en la cuarta parte se expone el caso práctico donde se explica en detalle el proceso de emisión de bonos verdes por parte de la empresa Greenergy renovables y los principales retos a los que se enfrentó la empresa en el momento de emisión.

Por último, la quinta y última parte, enumera las principales conclusiones extraídas de el presente trabajo.



## **2. Los Bonos Verdes**

### *2.1 Introducción*

El cambio climático es una gran amenaza para el sector financiero por eso es imprescindible hacer un análisis de los riesgos ambientales para ver en que medida pueden llegar a afectar a la empresa en un futuro y de esa forma, poder adecuar el modelo de negocio e intentar mitigar el problema. El cambio climático es un riesgo que hay que tener en cuenta y debe de ser valorado y evaluado por las entidades financieras ya que puede crear pérdidas a la empresa e incluso poner en riesgo la solvencia de esta (Romero, et al., 2019). Los eventos relacionados con el clima como los desastres naturales, huracanes, inundaciones, sequías, tienen un impacto directo en los instrumentos de deuda, ya que como resultado de estos eventos hay menores pagos y una mayor morosidad en los préstamos (Romero, et al., 2019). En este punto nace el propósito del Green Finance Study Group (GFSG), pretenden identificar barreras existentes para las finanzas verdes, tanto institucionales como de mercado, y basándose en cada país, desarrollar opciones de cómo impulsar el sistema financiero para motivar y atraer capital privado destinado a inversiones verdes (G20 Green Finance Study Group, 2017). GFSG, se centró en desarrollar y promover dos prácticas: en primer lugar la aplicación de Análisis de Riesgos Ambientales (Environmental Risk Analysis (ERA)) en el sistema financiero y en segundo lugar, el uso de Datos Ambientales Disponibles Públicamente (Publicly Available Environmental Data (PAED)) para el análisis de riesgos financieros y la toma de decisiones (G20 Green Finance Study Group, 2017).

La identificación, valoración y gestión de los riesgos materiales son características fundamentales para conseguir un sistema financiero resistente y eficiente. Cuando se trata de riesgos ambientales, la respuesta que recibe el GFSG por parte del sector privado es que muchas instituciones financieras se enfrentan con dificultades a la hora de identificar, cuantificar y aplicar sus instrumentos de análisis para evaluar y medir el impacto financiero de estos riesgos. ERA aporta una serie de instrumentos de análisis y metodologías que permiten a las personas encargadas de la toma de decisiones finales de temas financieros, evaluar las implicaciones financieras de los riesgos ambientales e introducir e integrar el riesgo ambiental en la gestión de riesgos y asignación de activos de la empresa (G20 Green Finance Study Group, 2017).

Los riesgos climáticos afectarán a cada entidad (bancos, aseguradoras, fondos) de una manera diferente ya que los riesgos difieren de un sector a otro, por ello la aplicación de ERA se puede ver limitada en términos de la implicación para las instituciones financieras y sus clientes. Se debe buscar la forma de adaptar el análisis ERA a cada institución de una manera adecuada (G20 Green Finance Study Group, 2017). La información es una base importante para el mercado financiero a la hora de asignar eficientemente los recursos de todas las clases de activos. Sin una información ambiental apropiada, los inversionistas, prestamistas y emisores no son capaces de evaluar la repercusión financiera de los aspectos ambientales y climáticos en sus decisiones. La información ambiental pública ayuda a evaluar realmente la “exposición actual” de la empresa. Los Datos Ambientales Disponibles Públicamente (PAED) son fuentes de información y documentación esencial para llevar a cabo de análisis ERA. Se trata de documentos de información ambiental que son proporcionados y comunicados por entidades no-corporativas enormemente útiles a la hora de llevar a cabo un análisis financiero. Está compuesto por tendencias históricas, previsiones de diferentes posibles escenarios, por los costes de contaminación y los beneficios de la remediación. PAED se puede dar tanto a nivel corporativo como a nivel soberano. Las autoridades de los países pretenden promover el intercambio de la información ambiental pública (PAED) a nivel doméstico para fomentar y facilitar la inclusión del análisis de riesgos financieros por parte de las entidades.

Al implantar estos dos métodos simultáneamente las instituciones financieras serán capaces de combinar dos elementos para medir el riesgo climático: primero serán capaces de comprender e identificar las fuentes ambientales posibles causantes de riesgos financieros y traducir estos factores y datos en información tanto cualitativa como cuantitativa para poder interpretar y comprender la magnitud potencial del riesgo financiero de las inversiones y ayudar en la estrategia de inversión de la entidad.

El principal problema es que la valoración que los analistas realizan de estos riesgos financieros climáticos no es la adecuada debido a una falta de concienciación de los costes futuros impulsados por el cambio climático. Es por ello, que la Autoridad Bancaria Europea (EBA), realizará a las entidades financieras nuevas pruebas de estrés sobre el cambio climático para tener en cuenta el impacto que los riesgos climáticos y de transición pueden ocasionar sobre los estados financieros de las empresas y puedan prepararse para sofocarlos si se da el caso.

Una forma de financiar proyectos verdes y atraer el capital tanto privado como público, es mediante la emisión de bonos verdes para atraer fuentes de financiamiento de iniciativas que conciernen a el cambio climático.

## *2.2 Bonos Verdes*

La Asamblea General de las Naciones Unidas con el fin de tomar un plan de acción a favor de las personas, el planeta y la prosperidad y fortalecer la paz universal y el acceso a la justicia en 2015 creó la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible. La Agenda está compuesta por 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS). Son aplicables a todos los países tanto a los desarrollados, a los emergentes como a los pobres. Pretenden promover la prosperidad al mismo tiempo que protegen el planeta. Son unas iniciativas para poner fin a la pobreza abordando estrategias de educación, salud, protección social a la misma vez que luchan contra el cambio climático. Abarcan las esferas económica, social y ambiental. El principal objetivo de los bonos verdes es cumplir con los Objetivos de Desarrollo Sostenible asociados con el medioambiente. (Centro de noticias de la ONU, 2020). Los bonos verdes nacen como una iniciativa que pretende colaborar y cumplir con la Agenda 2030, financiando proyectos verdes que vayan en línea con los ODS.

Los bonos verdes son cualquier tipo de bono donde los fondos recaudados se utilizarán única y exclusivamente para la financiación o refinanciación de proyectos verdes elegibles, activos verdes o actividades empresariales con un beneficio para el medioambiente, que deberán ser descritas adecuadamente en la documentación legal del instrumento. Los proyectos verdes elegibles incluyen proyectos que contribuyan a la mejora de la energía renovable, la mejora de la eficiencia energética, el control y prevención de la contaminación, productos ecoeficientes o de economía circular adaptados, tecnologías y procesos de producción, edificios verdes, conservación de la biodiversidad terrestre y acuática, transporte limpio, etc. (ICMA. Green Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds, 2018).

El emisor del bono recauda una cantidad fija de los inversores durante un periodo de tiempo, repagando el capital en el momento de maduración y pagando unos cupones previamente establecidos en su durabilidad (KPMG. Sustainable Insight: Gearing up for green bonds, 2015). Pueden ser emitidos tanto por el gobierno como por el sector privado (Weber and Saravade, 2019).

### *2.3 Emisión de bonos verdes frente a la emisión de bonos convencionales*

A la hora de elegir la emisión de deuda como método de financiación, existen varias razones por las cuales una empresa preferirá volcarse por la emisión de bonos verdes frente a la emisión de deuda convencional.

En primer lugar, los bonos verdes tienen el mismo tipo de interés que los bonos convencionales emitidos por el mismo emisor con la misma duración (Climate Bonds Initiative 2018a). No hay diferencia en los precios de ambos bonos ya que los inversores no están dispuestos a aceptar rendimientos menores a los esperados en la emisión de bonos verdes, lo que hace que los bonos verdes sean tan atractivos para los inversores como los bonos tradicionales, pero contando con un bonus moral por haber invertido en proyectos verdes.

El precio de mercado de los bonos verdes se determina de la misma manera que cualquier otro bono en relación con las condiciones del mercado en el momento de la emisión, normalmente el precio suele estar relacionado con las tasas de los bonos de referencia (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial, 2015). Por ejemplo, las tasas de interés sobre los préstamos incluidos en el programa de bonos verdes del BIRF reciben el mismo trato que el resto de los préstamos concedidos por el mismo. El Banco Mundial, pretende con esto incentivar la emisión de este tipo de bonos y alcanzar un mayor número de inversores por ello pone facilidades para captarlos. Sin embargo, esta igualdad de precios entre ambos bonos puede llegar a ser un desafío para el emisor, ya que los bonos verdes cuentan con un coste adicional de certificación y evaluaciones de terceros. Al mismo tiempo, los bonos son relativamente predecibles y estables en comparación con las acciones (Kaminker and Stewart 2012) por lo que son más seguros. Los bonos verdes tienen un riesgo menor porque evalúan riesgos adicionales como los relacionados con el medioambiente o clima mientras que los bonos convencionales no, por lo que estos riesgos podrían ser evitados invirtiendo en bonos verdes. Los bonos verdes son una herramienta efectiva de incremento de la concienciación sobre el cambio climático y permiten abordar proyectos que mejoren y ayuden al cambio climático y diversas problemáticas ambientales (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial, 2015). La oportunidad de invertir en un plan que ayude a mejorar la comunidad y sociedad a la que uno pertenece ayuda a aumentar la responsabilidad social y el sentido de conexión.

Por otro lado, la emisión de bonos verdes puede atraer a nuevos inversores. En concreto, han atraído la atención del segmento inversionista centrado en inversiones sostenibles y responsables y a inversores cuyos criterios de inversión incluyen requisitos ambientales y sociales. La renta fija ofrece un beneficio constante durante un período determinado por lo que para el inversor supone una inversión con menos riesgo y por lo tanto más atractiva que invertir en renta variable (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial, 2015). Es cierto que la inversión en un proyecto verde conlleva implícito un riesgo más elevado que la inversión en otros proyectos, pero el bono se repagará al inversor sin tener en cuenta el resultado final del proyecto, es decir independientemente de si el proyecto es fructífero o no. Esto quiere decir que el emisor es el único que carga con el riesgo de que el proyecto fracase. Por ello, esta forma de financiación puede atraer a nuevos inversores que de otro modo evitarían invertir en proyectos verdes debido al mayor riesgo percibido de no-reembolso. Un ejemplo de esto, serían los inversores reacios al riesgo que buscan invertir las pensiones de sus clientes en un proyecto innovador, pero con un riesgo bajo. Por otro lado, este tipo de bonos atraen a nuevos inversores cuyo interés por la firma emisora puede ser simplemente que esta haya emitido bonos de tipo verde. Además, este mercado permite a inversores institucionales diversificar su cartera invirtiendo en bonos verdes emitidos por emisores en economías emergentes como India o China (Weber and Saravade, 2019) y colaborar en su desarrollo. Otra de las razones para invertir en renta fija verde es que los inversores tienen la oportunidad de vender a precios más altos que la renta convencional debido a lo novedosos y poco comunes que son estos bonos verdes, aunque cada vez incrementan en popularidad (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial, 2015).

Estos bonos también mejoran la reputación de la empresa emisora ya que demuestra sus credenciales verdes mediante su compromiso con el medioambiente. El proceso de emisión y gestión de los ingresos de un bono verde, mejorarán la concienciación de los objetivos de sostenibilidad del emisor dentro de la organización, y permitirán el desarrollo de relaciones más estrechas entre los profesionales de las finanzas y la sostenibilidad (KPMG. Sustainable Insight: Gearing up for green bonds, 2015).

Los bonos verdes tienen un gran potencial para generar más capital. A nivel mundial, se necesita una transición hacia un lugar con bajas emisiones de gases de efecto invernadero y con capacidad de adaptación al cambio climático con el fin de evitar las consecuencias negativas de este y la escasez de los recursos naturales. Los bonos verdes son una muy buena

alternativa para combatir esto (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial, 2015).

Por otro lado, para ciertas empresas la emisión de bonos verdes puede no ser el medio más apropiado o eficaz para recaudar fondos ya que pueden encontrarse algunos inconvenientes. Para comenzar, los costes de emisión y de seguimiento de este tipo de bonos son mayores que los de los bonos ordinarios ya que requieren un seguimiento continuo adicional. Estos costes son el coste de monitorización, de seguimiento y el coste de inversión inicial para definir los principales criterios y objetivos del bono verde, estos tienen que quedar muy bien explicados ya que será por lo que los inversores se guíen a la hora de invertir en este instrumento financiero. Los inversores pueden enfrentarse a sanciones por un incumplimiento de tipo verde ya que el bono es pagado en su totalidad por el emisor y este puede romper alguna cláusula verde que afecta directamente a los inversores de ese bono (KPMG. Sustainable Insight: Gearing up for green bonds, 2015). Esto se puede dar debido al déficit de información y datos que existe en el mercado de la financiación sostenible y que actúa como barrera contra su desarrollo (Romero, et al., 2019). Como no hay ningunos criterios estandarizados de que hacen a un bono ser verde, y no hay ningunos requerimientos estandarizados de cómo tiene que ser el seguimiento o reporting de los procesos, la compañía puede ser criticada según su actuación y acusada de “greenwashing”. Esto significa que la empresa realiza este tipo de proyectos para mejorar su imagen y limpiar su reputación más que porque de verdad están concienciados con el medioambiente y quieren cambiarlo y mejorarlo (KPMG. Sustainable Insight: Gearing up for green bonds, 2015). Es la falta de transparencia y comunicación hacia el mercado lo que puede echar para atrás a los inversores. Es cierto también que existe otro riesgo de cara a los inversores. Se puede encontrar una excesiva concentración de estas emisiones en sectores como el energético o industrial lo que limita a algunos fondos de inversión a este tipo de productos (Romero, et al., 2019).

#### *2.4 Los Principios de Bonos Verdes*

El mercado de bonos verdes se enfrenta a una grave problemática, la falta de regulación. Existen varias entidades que se pueden tomar como referencia, pero no es obligatorio seguirlas, si bien es verdad que, si la empresa no las cumple, su reputación estaría en juego. Los emisores pueden acogerse a estándares existentes, por ejemplo, de diferentes sectores, o pueden desarrollar su propio marco de referencia.

Los Principios de bonos verdes (GBP) son guías voluntarias y no obligatorias que nacen con la pretensión de promover la integridad e impulsar la transparencia del mercado de los bonos verdes mediante la publicación de unas pautas que recomiendan la transparencia, la publicidad y el reporte de informes. Estos principios están diseñados para atraer a nuevos inversores y aumentar así el flujo de capital hacia estos proyectos mediante la aportación de información necesaria. Hablan de cómo invertir y gestionar los ingresos, especifican que tipos de proyectos son constituidos como verdes con el fin de apoyar así a los emisores en la transición de sus modelos de negocio hacia una mayor sostenibilidad ambiental y que tipo de reporting se debe utilizar durante la vida del proyecto. (ICMA. Green Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds, 2018). Si bien es cierto que los emisores pueden escoger un proyecto que no entre dentro de las categorías publicadas por los Principios de Bonos Verdes, pero deberán justificar el porque.

A su misma vez, existen compañías cuyos servicios son la evaluación, la verificación y la certificación de la buena fe del bono verde. Algunos ejemplos de esto son compañías de rating como Moody's Investors Services, Climate Bonds Initiative lo cual sirve como mayor apoyo para este mercado.

Las empresas que decidan seguir estos principios transmitirán una mayor confianza y seguridad a los inversores ya que al ser un mercado sin ninguna regulación oficial existente tendrán la seguridad de saber que la empresa no opera a su libre albedrío si no que se basa en unos criterios globalmente aceptados y creados por la International Capital Market Association (ICMA) una asociación de miembros sin animo de lucro. Reúne a profesionales de todos los sectores de los mercados de valores de deuda mayorista y minorista para informar sobre cuestiones de reglamentación y prácticas de mercado que afectan todos los aspectos del funcionamiento internacional del mercado.

Las empresas deben explicar también la comprensión de los problemas medioambientales existentes y las consecuencias y el porque de la elección del proyecto. Los proyectos financiados por estos bonos deben entrar dentro de los siguientes temas para poder ser calificados como proyectos verdes: deben contribuir a la mitigación del cambio climático, adaptación al cambio climático, conservación de los recursos naturales, conservación de la biodiversidad y prevención y control de la contaminación (Ir a Anexo 1 para ejemplos de estos proyectos).

Los principales objetivos de los Principios de Bonos Verdes son proporcionar la guía necesaria a los emisores de los componentes clave que deben de estar involucrados en el lanzamiento de bonos verdes *creíbles*, esto a su vez atraerá a un mayor número de emisores que desconoce la emisión de este tipo de bonos y les impulsará a sumarse a este mercado. Por otro lado, pretenden ayudar a los inversores promoviendo la disponibilidad de la información obligando a los emisores a realizar una monitorización constante del proyecto y a la emisión de informes continuos donde se expone en que se está invirtiendo exactamente el capital recaudado con el bono verde y del estado del proyecto. Dichos informes son supervisados por terceras personas para aumentar la credibilidad. En definitiva, ayudan a las entidades intermediarias a dirigir el mercado hacia estas nuevas prácticas verdes que facilitarán futuras transacciones y a incrementar la dirección de el flujo de dinero hacia proyectos verdes. A la hora de presentar un proyecto verde y emitir bonos verdes como forma de financiación, los emisores deberían de ser claros tanto en el procedimiento como en la publicación (ICMA. Green Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds, 2018).

Las empresas que decidan seguir los criterios de los Principios de Bonos Verdes contarán con un sello oficial acreditando que están en línea con los principios. Para ello a la hora de emitir un bono verde deben seguir 4 pasos básicos y esenciales.

#### *1. Uso de los fondos.*

En primer lugar, deben de definir y aclarar el criterio que tiene esa empresa del significado de “verde” para ellos, es decir que proyectos consideran verdes para ellos, que actividades, que activos.

#### *2. Proceso de selección y evaluación de proyectos.*

En este paso el emisor de un bono verde debería de comunicar a los inversores de forma clara los objetivos de sostenibilidad medioambiental que se pretendan mejorar con este proyecto. El emisor debe evaluar todos los proyectos existentes y definir que criterios verdes tienen que deben cumplir los proyectos para ser seleccionados como proyectos verdes, es decir, los criterios ambientales que el emisor utilizará para seleccionar los proyectos a financiar. Informará también de el proceso mediante el cual se ha determinado que el proyecto a llevar a cabo entra dentro de la categoría de proyectos verdes elegibles. Por último, se comunicarán los



criterios de elegibilidad, de exclusión relacionados con el proyecto y cualquier otro proceso potencialmente material enfocado a la identificación de riesgos medioambientales y sociales asociados a los proyectos. Todo esto, debe de estar especificado dentro de los objetivos del proyecto por parte de la empresa.

### *3. Gestión de los fondos/ingresos*

Este punto es muy importante ya que será lo que incentive al inversor a invertir en este cierto bono con seguridad y claridad. Aquí se debe especificar que procesos y que controles se van a llevar a cabo para asegurar que los fondos recaudados sean utilizados exclusivamente para proyectos verdes (KPMG. Sustainable Insight: Gearing up for green bonds, 2015). Se recomienda que la gestión de los fondos del emisor esté auditada por un auditor externo o por una tercera parte para verificar el método de seguimiento interno y la asignación de los fondos del bono verde. El emisor debe ser claro y mostrar a los inversores los tipos previstos de colocación temporal de los saldos de fondos netos no asignados todavía a un proyecto. Se argumenta que deben de tener un fondo verde aparte donde depositar estos ingresos en el caso de que sean excedentes y que no se junten con los fondos generales de la empresa (ICMA. Green Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds, 2018). Es decir, cómo los emisores realizan el seguimiento y evolución del proyecto y como hacen uso de los fondos de los bonos verdes. (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial, 2015). Para conseguir que los inversores confíen en el proyecto, la clave es la transparencia durante todo el proceso que se consigue con las opiniones de terceros.

### *4. Publicación de informes.*

En este punto, se explica cómo se reportará el progreso del proyecto y como serán evaluados los proyectos. En primer lugar, se especifica que debe incluir el informe dirigido a los inversores. Este debe incluir una lista de los proyectos a los que se han asignado los fondos recaudados del bono verde junto con una descripción de los proyectos y de las cantidades asignadas a cada proyecto y el impacto esperado. Cuando la exposición de información del proyecto se encuentre limitada debido a acuerdos de confidencialidad y la cantidad de detalles que se puedan hacer públicos se vea limitado, los Principios de Bonos Verdes recomiendan presentar la información en términos genéricos, simplemente mostrando el porcentaje asignado a determinadas categorías de proyectos.

## *2.5 Evolución del mercado de bonos verdes*

### *2.5.1 El papel de los bancos para canalizar financiación hacia proyectos sostenibles*

Es de gran importancia el poder de entidades influyentes para promover el cambio y aumentar la concienciación mientras se fomenta el desarrollo tanto en el ámbito europeo como en el internacional. Sirven como ejemplo para las demás entidades y gozan de los medios y capacidades necesarios para la financiación. Su ayuda es crítica para impulsar una transición hacia una economía más verde y por ende un mundo más justo y limpio. Un ejemplo de ello serían entidades como el Centro de Finanzas Responsables y Sostenibles en España (Finresp) que se dedica a promover y asegurar el cumplimiento de compromisos financieros sujetos a los Objetivos de Desarrollo Sostenible a través de propuestas de valor para las pymes. El hecho de que haya una entidad cuya función final sea asegurar esto, es muy esperanzador. Otros ejemplos sería el Banco Europeo de Inversiones que anunció a finales de 2019 el cese de financiación por su parte a nuevos proyectos relacionados con energías fósiles a partir de 2021 mandando un claro mensaje al mercado.

En la COP25 se decretó que el papel del sector financiero iba a ser muy necesario y esencial en la lucha contra el cambio climático, por ello un gran número de bancos españoles se han sumado al Acuerdo de París. Por otro lado, en 2019 se ha duplicado el número de fondos de inversión que se comprometen a gestionar carteras neutras en emisiones de gases de efecto invernadero para 2050 las cuales representan ya 4 billones de dólares (Romero, et al., 2019).

A nivel global, los primeros en emitir bonos verdes fueron los bancos multilaterales de desarrollo que ejercen una gran influencia. El Banco Europeo de Inversiones emitió en 2007 un bono verde para aumentar la concienciación sobre el clima por un valor de €600. Más tarde, en 2018 El Banco Mundial realizó una emisión por US\$440 millones, centrándose en proyectos acerca de la mitigación y adaptación del cambio climático, otro de sus principales objetivos era incrementar la concienciación, entre los inversores y comunidad financiera acerca de las medidas que pueden adoptar los países en desarrollo en relación con el cambio climático y como pueden prepararse para afrontar las consecuencias. Su objetivo con esta emisión también era innovar en la forma de financiamiento de iniciativas relacionadas con el cambio climático. Sirvió de ejemplo para muchas otras entidades e inversores (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial, 2015). El banco mundial ha ido incrementando la

frecuencia y cantidad de la emisión de bonos verdes financiando un gran número de proyectos sobretodo en países en desarrollo, lugares en los que se necesita más ayuda para prosperar.

En los últimos años, el mercado ha visto una gran variedad de emisores de diferentes sectores. En el de telecomunicación Telefónica fue el pionero, a nivel soberano nuevos gobiernos como Holanda, Chile, Hong Kong, Irlanda o Corea del Sur han lanzado su primer bono verde por lo que da a pensar que el Estado español, probablemente se sumará a esta práctica en 2020. El mercado de euros en cuanto a términos de moneda de emisión es el más relevante, le precede el mercado de dólares con un 26% y el de Yuanes con un 14%. (Romero, et al., 2019).

Para incentivar a los emisores e inversores y promover la inversión en proyectos sobre mitigación del cambio climático, el Banco Mundial de Reconstrucción y Fomento (BIRF) ofrece las mismas las tasas de interés sobre los préstamos incluidos en su programa de bonos verdes que sobre el resto de los préstamos concedidos por el mismo. El Banco Mundial, pretende con esto incitar la emisión de este tipo de financiación y alcanzar un mayor número de inversores por ello pone facilidades para aumentar su captación (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial, 2015).

### 2.5.2 Bonos verdes en el marco internacional

En 2014 el mercado de bonos verdes aumentó considerablemente hasta más de US\$ 37.000 millones al sumarse a la emisión de estos, entidades privadas como Toyota y entidades públicas como el estado de Massachusetts, esto se ve reflejado en el gráfico 1.

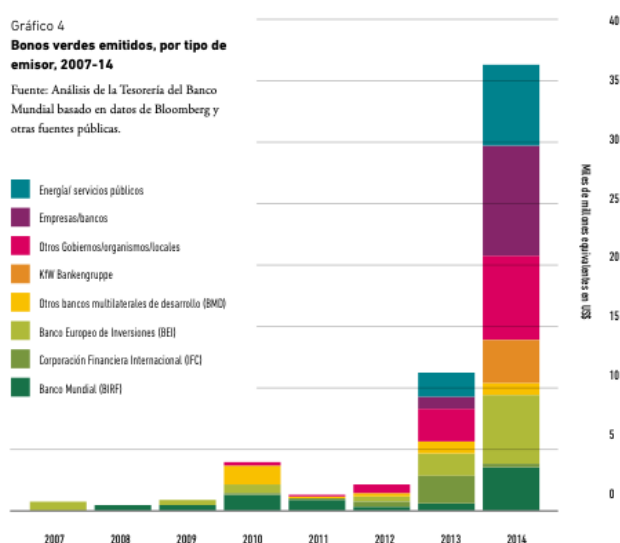


Ilustración 1: Bonos verdes emitidos por tipo de emisor 2007-2014 (Fuente: (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial, 2015))

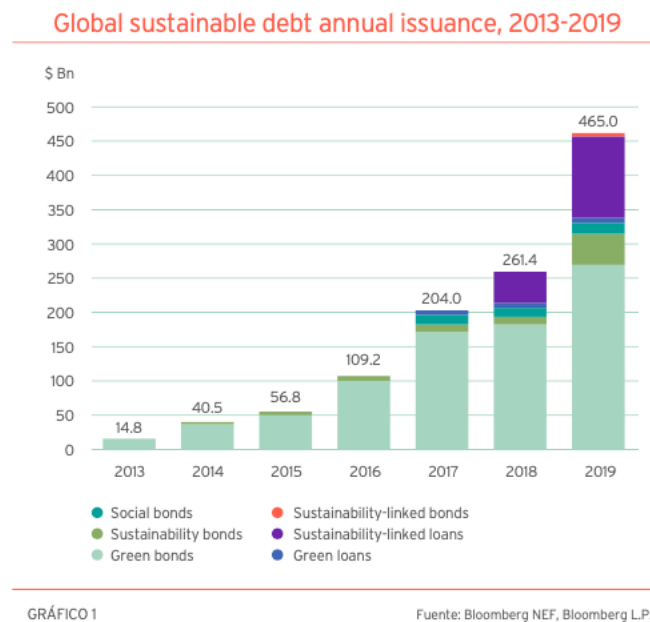
Se puede observar que el aumento de emisiones de estos bonos ha incrementado considerablemente desde sus inicios en 2007 donde el único emisor del mercado era el Banco Europeo de Inversiones, hasta 2014 donde se observa un monumental aumento de emisiones debido a la introducción en el mercado de nuevos emisores tanto públicos como privados.

Las carteras actuales de los inversores cuentan con inversiones en bonos verdes, es por ello por lo que los gerentes de activos han diseñado fondos de bonos verdes o han establecido como objetivo en los fondos que gestionan la inclusión de bonos verdes. Algunos ejemplos de estos fondos y entidades son Zurich Insurance con una emisión de US\$1.000 millones con la ayuda de Blackrock, en segundo lugar, Natixis Asset Management con un monto de €1.000 millones. Entre 2014 y 2015, las tesorerías de Barclays Bank y Deutsche Bank crearon fondos especiales para invertir en bonos verdes por una cantidad de £1.000 millones y €1.000 millones respectivamente (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial, 2015). Es por ello ese incremento en el gráfico en 2014 con previsiones de que la cifra fuese superada en 2015 que efectivamente lo fue alcanzando los \$41.300 millones, un 15% más que en 2014 (Furió, 2016). Cada vez más, este tipo de instrumento de financiación va obteniendo mayor resonancia y presencia en el mercado. Los bonos verdes han sido los dominantes del mercado con un 84% de cuota de la financiación sostenible.

En cuanto a inversionistas, en Europa los primero en invertir en bonos verdes fueron las instituciones inversionistas como los fondos de pensiones, compañías de seguros, mientras que en Estado Unidos los principales protagonistas fueron los inversores con un interés enfocado al medioambiente. Al aumentar el tamaño de las emisiones, los tipos de inversores se han diversificado cada vez más haciendo que el mercado crezca. Durante este periodo, de un total de US\$51.000 millones, US\$32.400 millones representaban ofertas con un rating por debajo de AAA, mientras que US\$ 15 000 millones representaban ofertas con una calificación menor a BBB. Esto quiere decir que cada vez más, las corporaciones, las entidades subnacionales y empresas de servicios públicos ofrecen bonos con rendimientos más altos (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial, 2015).

Climate Bonds Initiative, decretó que las emisiones de bonos verdes junto con los préstamos verdes sumaron un monto de €226.900 millones globalmente en 2019, un 49% por encima de la cifra de 2018. El mercado de bonos verdes con mayor influencia e importancia fue el de la Unión Europea que llegó a alcanzar casi lo €95.000 millones. Del mercado de bonos emitidos

en 2019, los bonos verdes representaron el 4,8% de las emisiones, contra el 3,3% en 2018 y 2,5% en 2017 (Romero, et al., 2019), lo que muestra que el mercado está creciendo muy rápido con proyecciones de seguir por ese camino en los próximos años.



*Ilustración 2: Emisiones sostenibles globales anuales, 2013-2019 (Fuente: (Romero, et al., 2019))*

El gráfico 2, muestra como ha fluctuado el mercado de emisión de deuda sostenible. 2019 es el año récord superando los dos billones de dólares emitidos llegando a alcanzar los \$465.000 millones, un 78% más que en 2018. Este crecimiento se debe a la creciente preocupación por parte de los inversores sobre los riesgos y amenazas del cambio climático y a el deseo de directores de importantes compañías, banco y líderes de gobiernos de ser vistos como responsables (Romero, et al., 2019).

Del total de mercado de deuda sostenible, los bonos verdes representan más de la mitad en 2019 con una cantidad de \$271.000 millones frente a \$182.000 millones en el año anterior, lo que deja ver un gran crecimiento. Se prevé que este número siga creciendo en los años siguientes ya que un gran número de empresas privadas han desarrollado y comunicado su compromiso con el cambio climático creando planes de emisiones de bonos para financiar proyectos, inversiones verdes y estrategias a seguir en el corto plazo. Un ejemplo claro del éxito de las emisiones verdes son los bonos verdes emitidos por la empresa ADIF Alta Velocidad. En abril de 2019 emitieron su tercer bono verde obteniendo el nivel de sobresuscripción mas elevado de todas sus emisiones. Esto muestra que la concienciación en

España sobre el cambio climático es muy elevada (Romero, et al., 2019). La demanda de los bonos verdes se encuentra en aumento con una creciente variedad de inversores que da lugar a una creciente variedad de tipos de bonos verdes (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial, 2015), sin embargo, existe una cierta incertidumbre por la falta de una definición y parametrización de estos nuevos tipos de bonos, por lo que se tendrá que observar como influirá esto en el mercado presente. No obstante, habiendo seguido la trayectoria y evolución de los bonos verdes en el mercado en los últimos años se piensa que la tendencia al alza va a mantenerse, observando un incremento de participación en el mercado global de financiación por parte de ambos, emisores e inversionistas. Este incremento se verá reforzado según se vayan adaptando los nuevos productos a las normativas de los reguladores (Romero, et al., 2019). Es necesaria una regulación y unos estándares claros para todos los tipos de bonos verdes, con el fin de conseguir una transparencia clara y que los inversores confíen en la credibilidad del emisor, esta será una de las únicas formas de impulsar aun más el crecimiento de este mercado.

Existen varias agencias de calificación ESG (Environmental, Social and Governance) como Sustainalytics, Axesor Rating, RobecoSAM. Cada una tiene su propia visión del ESG y a la hora de evaluar el riesgo cada una tiene diferentes prioridades y estándares en los que fijarse. Esto queda reflejado en la amplia dispersión de los ratings medioambientales para cada emisor por parte de cada agencia. Esto crea una confusión para los inversores que a la hora de elegir donde invertir estarán inseguros. Estas diferencias, se deben a la diversidad de indicadores KPIs disponibles, en contrario con lo que ocurre con las calificaciones de crédito estándar donde la correlación entre los ratings de diferentes agencias es casi perfecta (Romero, et al., 2019).

### *2.5.3 La evolución del mercado de los bonos verdes en España*

Para ser capaces de abordar el cambio climático y poder cumplir con los objetivos de reducción de gases de efecto invernadero y con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas es necesario una financiación sostenible.

El mercado de financiación sostenible ha crecido enormemente en los pasado años, buscando innovaciones que den respuesta a la creciente demanda y a la urgencia existente de la mitigación del cambio climático y la adaptación a este. La situación existente es tan grave que

incluso se puede empezar a hablar de una “urgencia y emergencia climática” que pide a gritos una urgente solución. Según una encuesta del Real Instituto Elcano, los españoles perciben el cambio climático como la mayor amenaza a la que se enfrenta el mundo y la sociedad (Romero, et al., 2019). Por ello, la concienciación en España está creciendo, propiciando un consumo más responsable por parte de los agentes económicos, un cambio de hábitos.

Normalmente cuando hay un cambio aparece un riesgo de transición. Para paliarlo, es necesario la introducción de nuevas regulaciones, cambios en la política nacional y muy importante, cambios en los hábitos de consumo de la población (Romero, et al., 2019). España se encuentra top diez en el ranking por volumen de emisión de bonos sostenibles en 2018 y 2019. Según el FMI, una posición alta en comparación a la que le correspondería por su PIB (García, 2019).

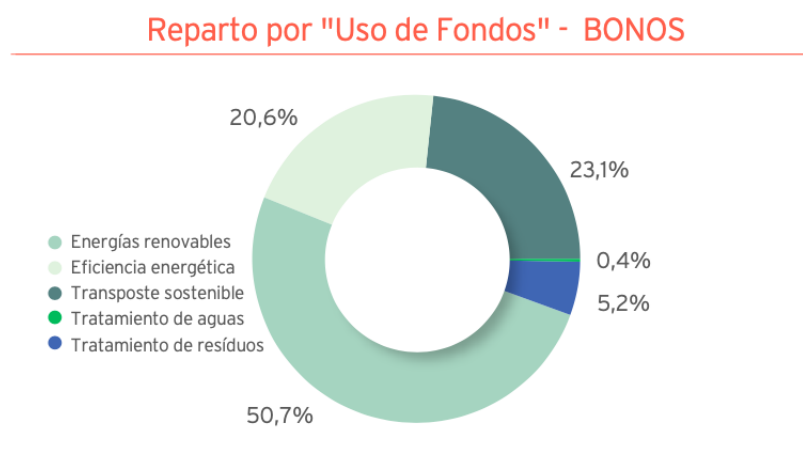
Para poder llevar el cambio adelante de una manera rentable y eficiente es necesaria la colaboración tanto del sector público como del capital privado (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial, 2015). En la actualidad predomina la financiación bancaria frente a los mercados privados, un 75% del total de la financiación en España es de origen bancario (Romero, et al., 2019). En concreto el pasado año 2019, cerró con unos niveles de financiación sostenible muy esperanzadores llegando a superar el billón de euros emitidos en bonos verdes por primera vez, no obstante, es necesario un mayor esfuerzo por parte de ambos sectores para cumplir con los Acuerdos de París de sostenibilidad. El mayor peso de emisiones globales en cuanto a sectores, son las Corporaciones con un 38,6% del volumen total emitido, 3.771 millones, le sigue el sector de Finanzas con el 31,1% y 3.035 millones y Soberanos y agencias con 30,2%, 2.950 millones. Por tipo de bono emitido, los Verdes representan el 65,1% del total, es decir 1 de cada 3 euros. Cabe destacar, una mayor variedad de emisores de diferentes sectores incorporándose a la financiación sostenible en España. (Romero, et al., 2019). La vicepresidenta de Transición Ecológica, Teresa Ribera, declaró que una cantidad de €40.000 millones irán destinados a una transición ecológica del Estado. Parte de esta inversión se realizará mediante la emisión durante el transcurso del 2020 de un Bono Verde Soberano del Estado español (Romero, et al., 2019).

Para ello, los profesionales de las finanzas deben intensificar su propósito desde sus negocios y actividades económicas con las responsabilidades que les correspondan para luchar contra el cambio climático y sensibilizar a la sociedad para intentar lograr un cambio. En el ámbito nacional, el Mercado de Financiación Sostenible creció a una tasa del 50% en lo que respecta

a la emisión de bonos verdes y sociales en 2019. En el mercado internacional, los bonos verdes representan el 25% del total de la financiación sostenible del mundo. Para llegar a esta cifra, el mercado de bonos verdes necesitó diez años, lo que deja ver el potencial que este mercado alcanzará en los próximos años. En cuanto a nivel nacional, la actividad ha sido notoria llegando a superar por segundo año el volumen total de emisión de bonos verdes.

En el gobierno formado en enero de 2020, el desarrollo sostenible y la financiación de este ocupan una posición alta e importante en la nueva agenda política. El Gobierno español, para ir en línea con los ODS, presentó ante Naciones Unidas una Evaluación Nacional que se trata de un plan nacional de acción de finanzas sostenibles compuesto por unas primeras políticas de desarrollo sostenible. Todas ellas están siendo evaluadas por el momento y se encuentran en línea con un desarrollo económico que tiene en cuenta la protección del medioambiente (Romero, et al., 2019).

El proceso de descarbonización supone grandes inversiones que deben llevarse a cabo en el ámbito de la financiación sostenible, por ello es imprescindible que continúen implicándose todos los sectores de actividad, además de la colaboración de agentes tanto públicos como privados (Romero, et al., 2019). Para ello, en Europa, se promoverán las inversiones en los sectores menos intensivos en inversión, tomando los bonos que forman parte de índices sostenibles (Romero, et al., 2019) con el fin de atender y abastecer todos los sectores y conducirlos hacia una práctica más sostenible y verde.



*Ilustración 3: Reparto por uso de fondos de los bonos verdes en 2019 (Fuente (Romero, et al., 2019))*

Para ver en líneas generales la distribución de los fondos recaudados por la emisión de bonos verdes se ha recurrido al gráfico 3. Muestra el uso de los fondos obtenidos por la emisión de



bonos verdes en España en 2019. Se observa claramente que el sector con mayor número de proyectos e inversiones es el de energías renovables con más de la mitad, 50,7%, seguido por el sector en auge del transporte sostenible y eficiencia energética. Es decir, los proyectos en estas áreas son los más populares, pero el criterio de elección de proyectos va por tendencias e intereses de las entidades emisoras por lo que puede cambiar de un año a otro.

#### *2.5.4 La estandarización*

Es cierto que la incertidumbre creada por una falta de estandarización en este mercado hace que los inversores no tengan plena confianza y pierdan atracción e interés hacia este mercado. Cada vez más, ese problema va solventándose. El año 2019 ha sido testigo de una transición de un mercado prácticamente de autorregulación por parte de cada emisor, basándose en estándares como los Principios de Bonos Verdes o los Climate Bond Standard, hacia una aparición de iniciativas que pretenden proporcionar una mayor regulación del mercado aportando una mayor claridad sobre que proyectos y actividades se consideran verdes y pueden ser, por tanto, calificados como tales. Por otro lado, la exigencia de unos requerimientos ayudará al inversor a determinar con más precisión que inversiones y productos gozan de la denominación verde evitando de esta manera prácticas de “greenwashing”. El crecimiento y salud de este mercado dependerán de la transparencia de las operaciones, la clasificación y el rigor con el que se implanten las medidas de regulación y supervisión (Romero, et al., 2019).

### **3. Taxonomía Europea**

Debido a la incertidumbre por la falta de estándares en el mercado de bonos verdes, la Unión Europea decidió tomar partido confeccionando una Taxonomía que aportase luz en este sector. Formó un Grupo de Expertos Técnicos en finanzas sostenibles (TEG) con el fin de ayudar e impulsar la transición sobre el comportamiento climático. Está formado por un grupo de 35 miembros de la sociedad civil, el mundo académico, empresas y sector financiero, así como miembros observadores de la UE y organismos públicos. Crearon la Taxonomía Europea con el fin de crear un sistema de clasificación para determinar si una actividad económica es ambientalmente sostenible, un Estándar de Bonos Verdes y unos marcos teóricos (Benchmarks) que sirviesen como indicadores de referencia y puntos climáticos de referencia en la Unión Europea (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020). Todas ellas con un mismo fin, ayudar al cumplimiento de los Acuerdos de París.

#### *3.1 La Taxonomía*

La Taxonomía Europea, es una herramienta de clasificación para actividades sostenibles. Pretende guiar a empresas e inversores en el proceso de toma de decisiones ayudando a los inversores a evaluar sistemáticamente en que actividades económicas invertir (World Business Council for Sustainable Development (wbcSD), 2020). Pretende ayudarles en la transición hacia una economía baja en carbono, resistente y eficiente en cuanto a sus recursos. Ayuda a las compañías, promotores de proyectos y emisores a acceder correctamente a una financiación verde para mejorar su impacto medioambiental, así como ayudándoles a identificar que actividades son ya respetuosas con el medioambiente. De esta forma, ayudará a los sectores de bajo carbono a crecer y a descarbonizar los de alto carbono. (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020). Incorpora unas clasificaciones de los bonos verdes y estándares como respuesta de la alta demanda por parte del mercado para aclarar la actividad en este campo, que cada vez gana más fuerza exigiendo un mayor control y regulación (Romero, et al., 2019).

#### *3.2 European Green Deal*

La Taxonomía es una herramienta cuyo fin es ayudar a planificar y reportar la transición hacia una economía consistente con los objetivos medioambientales de la Unión Europea. Los

criterios de selección de la Taxonomía son altos, pero irán disminuyendo con el tiempo. La Taxonomía pretende incentivar y fomentar a las compañías y otros actores económicos a alinearse con los objetivos del European Green Deal que componen esta Taxonomía. El European Green Deal es un programa de acciones para transformar la economía europea. Se centra en priorizar una neutralidad climática, un ambiente de cero poluciones, una energía asequible y segura, sistemas de transporte inteligente y comida de alta calidad (World Business Council for Sustainable Development (wbcasd), 2020). Pretende reducir significativamente el nivel de emisiones de gases de efecto invernadero en toda la UE para 2030, basándose a su misma vez en ayudar a inversores, compañías, emisores y promotores de proyectos a realizar una transición hacia una economía baja en carbono logrando una economía de cero carbono en 2050, como se acordó en el acuerdo de París (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020).

### *3.3 Actividades alineadas con la Taxonomía*

Para que una actividad económica se considere alineada con la Taxonomía debe de contribuir al menos con uno de los seis objetivos medioambientales que la Taxonomía cubre. Estos son la mitigación del cambio climático, la adaptación al cambio climático, la protección y uso sostenible del agua y de los recursos marinos, la transición a una economía circular y de reciclaje, prevención y control de la polución y la protección y restauración de la biodiversidad y los ecosistemas. En segundo lugar, la actividad económica no debe de dañar ni restar importancia a ninguno de los otros cinco objetivos significativamente y en tercer lugar como mínimo debe de cumplir con las garantías mínimas en cuanto a los derechos laborales.

Para obtener cualquiera de las etiquetas verdes existentes de la UE, las carteras deben de invertir un porcentaje mínimo del total de los activos en actividades verdes. Aquellas empresas que no cumplan con los requisitos pero que deseen ajustarse a la Taxonomía deberán de exponer como planean avanzar hacia esta alineación. El TEG recomienda a las entidades, la publicación de informes detallados sobre el nivel de gasto en mejoras que promuevan una transición hacia la alineación. Estas mejoras pueden ser considerarse como alineadas con la Taxonomía siempre y cuando ayuden a la compañía a cumplir con los requisitos de la Taxonomía en no más de cinco años (World Business Council for Sustainable Development (wbcasd), 2020).

### *3.4 Regulación*

La Taxonomía impone algunos cambios en el alcance de la regulación. En primer lugar, los criterios de selección se dividirán en dos fases: las actividades económicas que contribuyan con la adaptación o mitigación del cambio climático tendrán que ser adoptadas a finales de 2020 y entrarán en vigor a finales de 2021. En la segunda fase, el segundo conjunto de criterios técnicos de selección, que abarcan las actividades económicas que contribuyen sustancialmente a los otros cuatro objetivos medioambientales, serán adoptadas a finales de 2021 y entrarán en vigor a finales de 2022. Los participantes en el mercado financiero que ofrecen productos financieros en Europa deben incluir ahora una descripción de la forma y el grado en que sus actividades están alineadas con la Taxonomía a la hora de emitir informes. Deben incluir la proporción de facturación, de capex y opex que se encuentran en línea con la Taxonomía. De facturación ya que es donde se puede observar y contabilizar el retorno de una cierta actividad económica en la empresa, permite a los inversores informar sobre el porcentaje de los fondos invertidos en actividades alineadas con la Taxonomía. El capex y opex, aparte de ayudar al inversor a analizar la cantidad que invierte esa compañía en sus activos fijos existentes y nuevos, los gastos de capital pueden dar una indicación de la estrategia que sigue una empresa para mejorar su rendimiento medioambiental y capacidad de recuperación, ayuda al inversor a decidir si está de acuerdo con el enfoque estratégico de la empresa en cuestión. Permite al inversor tener un muy buen sentido del rumbo que lleva esa empresa. Esta divulgación debe hacerse como parte de los estados no financieros de la empresa, pudiendo ser encontrados en los informes anuales o en informes dedicados exclusivamente a la sostenibilidad.

El TEG recomienda a las compañías realizar un cálculo individual para cada uno de los objetivos medioambientales para los que se han desarrollado criterios de selección técnica de contribución sustancial. Esto aportará transparencia sobre los objetivos ambientales que se persiguen. Los emisores de bonos verdes alineados con UE Green Bond Standard deberán de justificar como el uso de las ganancias de la emisión de los bonos verdes, está alineado con el criterio de uso de fondos por la Taxonomía y deberán de explicar la estrategia seguida en su plan de bonos verdes. Aquí también se debe diferenciar entre la aplicación de los ingresos en cuanto a los gastos operacionales y gastos de capital. El Grupo de Expertos Técnicos recomienda incluir cualquier gasto de capital y gastos operativos seleccionados, como el coste de mantenimiento de los activos verdes de la empresa que aumenten la vida útil o el valor del activo y los costes de I+D. Costes operacionales como el coste de compra o de arrendamiento

no deben de ser incluidos excepto en casos específicos (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020). En definitiva, el emisor debe de declarar como y hasta que punto ha usado la Taxonomía para determinar la sostenibilidad de las inversiones subyacentes, a que objetivo medioambiental contribuye la inversión y la proporción del activo subyacente que esta en línea con la Taxonomía, expresado como porcentaje de la inversión o cartera. Entidades que no se encuentran alineadas con la Taxonomía, pero están en vías de, deben de declarar a que objetivo medioambiental contribuyen y la proporción (en porcentaje) del activo subyacente alineado con la Taxonomía, solo que en este caso el emisor debe de especificar el desglose entre las actividades consideradas de transición y habilitantes.

### *3.5 Contabilización de actividades*

A la hora de contabilizar una actividad económica como verde hay que diferenciar entre la mitigación del cambio climático y la adaptación al cambio climático y dependiendo del escenario, dicha actividad podrá ser contabilizada como verde o no. En cuanto a la facturación, si se trata de la mitigación del cambio climático cualquier actividad económica que trate de contribuir a esta causa sin dañar ni afectar cualquier otro de los objetivos medioambientales será aceptada, mientras que cuando se trate de la adaptación al cambio climático, cualquier contribución a actividades económicas ya adaptadas no pueden ser contabilizadas, exclusivamente las actividades que contribuyan a la adaptación en ese momento.

Dependiendo del instrumento financiero utilizado para la financiación verde, la forma de contabilizar varía. En el caso de los bonos verdes, los que se encuentren en línea con los Green Bond Standard deberán ir acorde con la Taxonomía. El segundo lugar, deberán de reportar el uso de los fondos obtenidos por la emisión, tanto la inversión previa como la posterior. El emisor deberá de explicar cómo y porque se alinearán las inversiones con la Taxonomía, y tanto después como periódicamente de que la inversión haya tenido lugar el emisor deberá demostrar y explicar como se asignarán exactamente los ingresos y en que medida se encuentran alineados con la Taxonomía (como porcentaje de los gastos asignados a proyectos en línea con la Taxonomía). Cuando el emisor no informe de acuerdo con la Taxonomía, los inversores tendrán que evaluar si el uso de los ingresos obtenidos por la emisión cumple con los criterios técnicos y las garantías mínimas (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020). Para comprobar en que medida las empresas cumplen con los criterios

establecidos por el TEG, las compañías deben de ser explícitas a la hora de publicar sus informes de sostenibilidad.

### *3.6 Clasificación de las actividades económicas*

La Taxonomía clasifica las actividades según tres criterios dependiendo del nivel de desempeño. Las actividades “verdes” son aquellas que contribuyen sustancialmente, las “marrones” y en algunos casos “rojas” son las que causan un daño significativo y una categoría intermedia de no contribución sustancial ni daño significativo (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020). El lado positivo de la existencia de la Taxonomía “marrón” es que pueden utilizarse para ver como la mejora de los activos existentes, marca una diferencia considerable en el desempeño ambiental de una actividad o activo relacionado con alguno de los objetivos ambientales descritos por el Grupo de Expertos Técnicos. Por ejemplo, una empresa podría explicar y mostrar como una decisión financiera o de inversión les permitieron pasar una actividad de un nivel de rendimiento significativamente perjudicial a un nivel de daño aceptable, al menos por un tiempo, en relación con los objetivos ambientales.

### *3.7 Desafíos a los que se enfrenta la Taxonomía*

Sin embargo, la Taxonomía puede enfrentarse a varios desafíos, sobretodo al ser algo tan reciente. Pueden existir ciertas tecnologías que ayuden a facilitar la transición en el corto plazo y lleguen a quedarse fuera. El objetivo principal no debería de girar entorno a la transición total de la economía, si no sobre la financiación de actividades verdes y la creación de una lista negra para categorizar las actividades y prácticas marrones (World Business Council for Sustainable Development (wbcSD), 2020). En segundo lugar, al tratarse de contextos tanto locales como nacionales que difieren según el territorio y localización geográfica, los criterios de clasificación y los umbrales deben de ser dinámicos capaces de adaptarse a cada situación. Por otro lado, la existencia de una categorización puede desincentivar la ambición y fomentar la vaguería. Por ello, la Taxonomía puede no ayudar a los inversores a comprender como sus participaciones realmente ayudan a la transición de la economía. El último lugar, las Taxonomías están dirigidas al mercado de la financiación sostenible, es por ello que el mercado de bonos verdes ha crecido significativamente en 2019, no obstante, las empresas y emisores que se incorporan a este mercado es limitado, está muy focalizado en los mismos actores,

inversores concienciados y responsables con el medioambiente. La Taxonomía corre el riesgo de quedar limitada a un nicho de mercado (Romero, et al., 2019).

### *3.8 El desarrollo de la Taxonomía en un futuro*

En el futuro, la financiación e inversiones comercializadas como parte de la financiación de los objetivos de financiación de la mitigación del cambio climático tendrán que ser justificados y explicados en función de los criterios de la Taxonomía (World Business Council for Sustainable Development (wbcSD), 2020). Los Estados miembros de la Unión Europea, han sido los primeros países en el mundo en crear una obligación legal para todos los mercados, pero la Taxonomía europea debe de ser considerada como parte de un movimiento global hacia la estandarización de los informes de desempeño medioambiental a partir del uso generalizado de la Taxonomía en los sectores tanto públicos como privados. En cuanto a la situación global, China lleva utilizando taxonomías como guía regulatoria para la emisión de bonos verdes un largo tiempo ya, países como Canadá, Malasia, y los Emiratos Árabes han comenzado ya a estudiar las taxonomías, se suman otros mercados que se encuentran en las primeras etapas de desarrollo de taxonomías. Todas estas taxonomías, no serán idénticas a las de la Unión Europea ya que pueden variar según especificaciones del mercado local (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020). Aunque existan diferencias en las taxonomías dependiendo del lugar geográfico, por lo menos, todas ellas deben de seguir cuatro principios básicos que sirvan como base. En primer lugar, debe de haber un objetivo ambiental claro, las empresas deben de explicar la alineación de este con los acuerdos medioambientales internacionales. Es imprescindible que unos objetivos sean especificados desde un primer momento por un grupo de expertos para servir de referente para el mercado. En segundo lugar, debe de existir una lista de actividades económicas. Es esencial un sistema de clasificación para las diferentes actividades económicas con el fin de poder medir su impacto y validez. El tercer punto habla de unas métricas de rendimiento claras y comunes, son necesarias a la hora de evaluar si el desempeño ambiental de una actividad es coherente con los objetivos ambientales. Por último, unos umbrales de rendimiento son necesarios para cada una de las actividades económicas que componen la Taxonomía y para cada métrica (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020). Sin ello, no habría forma de determinar si una actividad está siendo consistente con los objetivos ambientales y por ende considerada “verde”.

### *3.9 Los Estándares de Bonos Verdes Europeos (EU GBS)*

Para aportar aun más luz en el mercado de los bonos verdes, El Grupo de Expertos Técnicos ha redactado este año Los Estándares de Bonos Verdes Europeos, por su nombre en inglés EU Green Bond Standard (EU GBS). Comprende cuatro componentes básicos que todo emisor debe de asumir al emitir deuda verde como forma de financiación (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020). En primer lugar, los ingresos de los bonos verdes europeos deben de estar destinados a la financiación o refinanciación de proyectos que contribuyan sustancialmente con al menos uno de los seis objetivos ambientales expuestos en la Taxonomía europea, no deben de producir ningún tipo de daño a ninguno de los otros objetivos y deben de cumplir con las garantías sociales mínimas. Si se han desarrollado unos criterios técnicos de selección, los proyectos o actividades financiados deben cumplir con estos criterios, teniendo en cuenta, no obstante, casos específicos donde la aplicación de estos criterios no sea posible. El segundo componente básico es la publicación de un marco de los bonos verdes que confirme la alineación voluntaria de los bonos verdes emitidos con los Estándares de Bonos Verdes Europeos. Este marco, muestra también como la estrategia del emisor se alinea con los objetivos ambientales y proporciona detalles de todos los aspectos clave sobre la propuesta de uso de los ingresos, los procesos y la presentación de informes de los bonos verdes, muy útil para los inversores. Todos estos procedimientos se asemejan a los que constituyen el marco de los Principios de Bonos Verdes por ICMA (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020). El punto tres habla de la presentación obligatoria de informes sobre el uso de ingresos y su asignación, y sobre el impacto ambiental. Por último, el punto cuatro expone una verificación obligatoria del marco de los bonos verdes y la redacción de un informe final de asignación por parte de un revisor externo que evalúe cada paso de la emisión y su propósito. Los verificadores externos son una pieza clave en todo el proceso ya que aportan transparencia y veracidad al procedimiento (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020). Un proyecto verde financiado por un bono verde puede incluir tanto la financiación de un activo tangible o no tangible verde, como la financiación de gastos verdes por parte de entidades o del gobierno.

La verificación externa es esencial en el proceso, reduce asimetrías en la información de los participantes en el mercado.



El principal objetivo de los GBS es la reorientación de los flujos de capital hacia una inversión sostenible. El mercado de bonos verdes representa una pequeña pero creciente parte del mercado total de bonos. El Grupo de Expertos Técnicos aproximó una cantidad de 255bn en 2019, un 53% más que en 2018, y esperan que se alcance un monto de 323bn en 2020 (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020). El Estándar de Bonos Verdes europeos no pretende solo ayudar a superar los obstáculos para que el mercado siga creciendo, si no que también pretende crear una base sólida para impulsar el flujo de capitales hacia los objetivos ambientales de la Unión Europea.

### *3.10 Impacto del Covid-19*

Tras la pandemia mundial del Covid-19, los países miembros de la UE se han comprometido a centrarse exclusivamente en reconstruir la economía de forma rápida y sostenible. Las crisis sirven para salir de ellas más fuertes y aprovechar para cambiar ciertas cosas que no funcionaban bien. En este caso, se debe comenzar a preparar las medidas necesarias para volver al funcionamiento cotidiano de la sociedad y de la economía y a crecer sosteniblemente, integrando entre otras cosas la transición verde y digital aplicando todas las lecciones aprendidas durante la crisis (World Business Council for Sustainable Development (wbcSD), 2020). Los gobiernos, instituciones públicas y el sector privado, se centran ahora en responder con urgencia a la crisis de Covid-19 focalizándose en proteger a las empresas y los ingresos. Los científicos advierten que una mayor contaminación del aire puede contribuir a una mayor mortalidad de Covid-19 (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020) por ello, estos actores deben de cerciorarse que a la hora de definir los próximos planes de actuación de recuperación económica, deben de incluir como uno de los objetivos principales la mitigación de este problema.

Los nuevos planes de recuperación no deberían de incluir ningún tipo de financiación ni respaldo a actividades perjudiciales para el medioambiente o la sociedad ya que estas actividades podrían empeorar la crisis actual y las posibles futuras. Los Miembros del Consejo Europeo, han tomado el Pacto Verde como eje principal de la hoja de ruta hacia la recuperación de la pandemia. El papel del sector privado es determinante en esta recuperación. Las empresas deben de innovar urgentemente sus estrategias corporativas ya que, si mantienen los enfoques existentes y el mismo desempeño ambiental, no llegarán a alinearse con los objetivos ambientales. Sus planes deben de ser transparentes y claros en su alineación con los objetivos

ambientales para conseguir una efectividad en las medidas públicas de recuperación (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020). Las tres herramientas desarrolladas por parte de El Grupo de Expertos Técnicos, Taxonomías, Green Bond Standards y la metodología (Benchmark) serían una muy buena base para el comienzo de la salida de la crisis. La Taxonomía determina el desempeño ambiental y los estándares mínimos necesarios para que las actividades económicas se encuentren en línea con los objetivos climáticos europeos, los Green Bond Standards expone unos modelos de mejoras prácticas que aportan transparencia al mercado, ya que explican como este financiamiento contribuye a la estrategia ambiental de la UE y los impactos ambientales por parte del emisor. Por último, los Benchmarks, índices de referencia de mercado para la Transición Climática y Alineamiento del Acuerdo de París. Estas herramientas sirven de apoyo para la asignación de grandes cantidades de capital privado hacia la transición climática.

#### **4. Emisión de bonos verdes: Greenergy**

Greenergy es una empresa especializada en la producción de energía a partir de fuentes renovables y especialista en el desarrollo, construcción y gestión de proyectos fotovoltaicos y eólicos en España y Latino América. A día de hoy, en España la empresa ha desarrollado y construido alrededor de 100MW de proyectos solares y de producción de energía, en Chile cuenta con una cartera amplia de proyectos de alrededor de 400MW de capacidad, y más de 600MW en México, Perú Colombia y Argentina. En 2015, Greenergy se convirtió en el primer desarrollador de proyectos de energías renovables en cotizar en la Bolsa Española desde 2007. La compañía ha establecido una serie de política corporativas para orientar su compromiso con la protección medioambiental y desarrollo sostenible como un Sistema de Gestión Ambiental, un Sistema de Análisis de Riesgos Sociales y unas políticas integrales de Salud, Seguridad, Calidad y Medio Ambiente (HSQE). Cuenta con una plantilla de 150 empleados.

En 2019, la Greenergy publicó el Documento Base Informativo, un documento donde se explica el Programa marco de emisión de €50 millones con vencimiento a dos años. Emitió en noviembre de 2019 el primer bono verde en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) de BME, por un importe de €22 millones, su primera emisión dentro del Programa marco. Los fondos obtenidos de una veintena de inversores -aseguradoras, mutualidades, gestoras de fondos de inversión y entidades de banca privada- permitirán completar la financiación del plan de crecimiento de Greenergy para 2019 y 2020, que contempla una inversión de 300 millones de euros para el desarrollo y construcción de nuevos parques fotovoltaicos y eólicos. Bankinter actuó como principal entidad colocadora y coordinadora de la operación.

Su objetivo para 2020 es continuar evolucionando para convertirse en un productor de energía independiente, multitecnológico y multinacional (IPP) esperando producir 350MW como IPP y contando con proyectos de 5.000MW en desarrollo en España y Latino América. Pretenden financiar estos proyectos elegibles mediante el Programa de emisión de Bonos Verdes (Vigeo Eiris, 2019).

##### *4.1 El porque de la emisión de bonos verdes como forma de financiación*

En 2019, Greenergy contaba con un programa de proyectos que sumaban un monto de €50 millones de euros, tras mucho pensar en la forma de financiación más adecuada y rentable para ello, la empresa se decantó por la renta fija verde como forma de financiación de sus proyectos.

Al ser una empresa donde todas las actividades económicas practicadas por la misma son verdes, la razón de emitir deuda verde en vez de convencional no fue para hacer ver al mercado su intencionalidad verde, si no porque buscaban inversores socialmente responsables con el medioambiente, compartiendo los principales valores y creencias de Grenergy.

Su propósito como compañía es en el año 2021, llegar a alcanzar el nivel de las empresas danesas y nórdicas de ESG. En temas de rating Grenergy tiene un roadmap preparado para el año 2021, su principal objetivo es llegar a obtener un rating similar a las empresas top en ESG por parte de las compañías de rating como Sustainabilitycs, RobeccoSam, Vigeo Eiris, Morgan Stanley (las cuatro principales). Focalizarse en temas y políticas ESG, no hace simplemente ser “verde” a la empresa, si no que suponen un cambio en la estrategia de la estructura interna de la misma y en todos sus procedimientos. En Grenergy ha servido para tener en cuenta a todos los stakeholders tanto internos, como empleados, hasta externos incluyendo a proveedores, clientes, comunidades locales donde operan y tiene parques eólicos. Son muy meticulosos a la hora de tener en cuenta a todos los stakeholders, se cercioran de que sus proveedores de China tratan justamente a sus empleados. La empresa no se queda en la superficie y se conforma con lo básico, si no que va mucho mas allá y quiere comprobar que los proveedores de los proveedores tratan bien a sus clientes y están concienciados con el medioambiente, llegando a un nivel de excelencia, por que, si no, por lo contrario, no serviría de mucho cambiar la estructura de la empresa si luego se colabora con partes que no respetan esos requisitos principales que apoya Greenergy.

Los pasos ordinarios que debe de seguir una empresa en el comienzo y planificación de emisión de bonos verdes es, en primer lugar, implantar una serie de políticas ESG dentro de la empresa, sin embargo, Grenergy debido al poco tiempo del que disponía, optó por realizar la emisión sin tener dichas políticas aprobadas e incluso la gran mayoría se encontraban en sus primeros pasos de creación, por lo que se embarcaron en la emisión sin contar con una base sólida de políticas, pero la rápida necesidad de un urgente cambio a nivel interno de la empresa hacia una estrategia que incluyese ESG y el fuerte apetito de Grenergy por convertir su empresa en una entidad fuerte en este ámbito, les impulsó. Ernst and Young, les ayudará a confeccionar su primer informe ESG que se publicará en julio de 2020, donde se analizará el impacto ESG a nivel empresa, el impacto ambiental positivo de la energía generada, el impacto de las operaciones en cuanto a emisiones de gases de efecto invernadero. Se explica como es esta empresa por

dentro. La confección de este informe esta ayudando a Grenergy a nivel interno ya que aumenta la concienciación dentro de la empresa y ayuda a implantar unas bases fuertes de ESG.

A la vista de la llegada de proyectos cuantiosos para la empresa como la construcción de un parque eólico en Chile de 200 MW, otro de 200W en España, la conexión de dos parques eólicos en Perú y Argentina, la necesidad de financiación era una evidencia, por lo que la empresa comenzó a pensar en cual sería la mejor vía, viendo la necesidad del momento, se decantaron por la emisión de bonos verdes aunque no tuviesen todas las políticas en orden, si esperaban más a estas políticas, podían verse en 2020 con las políticas aprobadas, pero quizás, sin necesidad de financiación, por ello decidieron realizar la emisión en ese momento y en paralelo ir cambiando la compañía, adaptándose a todos los criterios verdes sin perder el foco de conseguir en 2021 ese rating de “10”. Primero emitieron el bono verde, lo que les sirvió para darse cuenta de que habían atraído a una serie de inversores socialmente responsables que si no fuese por el bono verde no hubiese entrado. Esto les sirvió para darse cuenta de que tenían que dar un vuelco a la estrategia existente de la compañía, y cambiarla entera. Les sirvió como inercia para lanzarse a hacer todos los cambios medioambientales y ESG tanto dentro de la empresa, con externamente. Con el fin de llegar a cumplir su objetivo en 2021 de estar en el top de compañías ESG.

La iniciativa fue de tipo bottom-up, es decir había persona en la organización que veían muy claras ciertas cosas y las empujaron hasta convencer de ellas a la dirección, si bien es verdad que no les supuso un gran esfuerzo de persuasión ya que el CEO ya era proclive de por sí a proyectos verdes.

En la realización de un primer documento para conseguir el etiquetado verde es esencial la “second party opinión” que supervisan toda la emisión y el cumplimiento de unos requisitos mínimos, Grenergy contó con la colaboración de Vigeo Eiris, perteneciente a Moody’s, estos son los encargados de poner la etiqueta verde.

En cuanto a sus objetivos ambientales se centran sobretodo en el ODS numero 7: energía asequible y limpia, y en el 13: acción climática, donde las compañías contribuyen a conseguir el objetivo de la transición hacia una energía de cero emisiones de carbono. Como decreta la Taxonomía, una actividad económica no es aceptable si daña a alguno de los objetivos ambientales restantes. Por ello los objetivos de la empresa se centran en primer lugar en la biodiversidad haciéndose cargo de proteger y preservar la biodiversidad en los lugares donde

operan, en segundo lugar, colaborando con en el cambio climático liderando una transición del sector energético hacia un futuro 100% sostenible. En cuarto lugar, sus proveedores actúan como una extensión de la empresa cumpliendo con la ética empresarial de Grenergy ya que no tendría sentido para la entidad trabajar con proveedores que no se asemejen y respeten el medioambiente de la forma de la que Grenergy lo hace. En último lugar preservar y proteger el agua como activo de la compañía y del planeta es una prioridad para la corporación.

La empresa realiza un gran esfuerzo allá donde va, colaborando con la comunidad local. En Quillagua un pueblo en mitad del desierto de Atacama, no tienen energía, por lo que Grenergy cedió una parte de la potencia producida por su base eólica a comunidades locales para su utilización en la extracción de aguas, en el bombeo. El principal objetivo y lema de Grenergy es allá donde tengan impacto, tratar de que ese impacto sea positivo potenciando el desarrollo económico de las comunidades con las que se relacionan. Un ejemplo de ello sería la protección de zorro del desierto de Atacama. Cuando Grenergy levantó un parque eólico ahí, se hizo cargo de crear una alternativa para que este ejemplar pudiese continuar con su vida sin causarle ningún impacto por la llegada de la empresa. Otro ejemplo del objetivo del uso del agua es que Grenergy usa cantidades elevadas de agua para la limpieza de los paneles, esto hace que la demanda de agua incremente en ese cierto lugar haciendo que los precios aumenten o incluso perjudicando la disponibilidad de este bien afectando a la población de esa geografía. Lo que la empresa hace para mitigar este problema es generar agua nueva para no irrumpir en el suministro local.

#### *4.2 El proceso de la primera emisión del bono verde por parte de Grenergy, €22 millones*

El primer paso es justificar el porqué de su elección de este tipo de instrumento financiero como forma de financiación. Decidieron decantarse por este tipo de financiación porque de esta forma podían atraer a inversores responsables que probablemente no serían capaces de atraer ni de recaudar un monto tan alto si no fuese por la característica verde.

En el paso dos, comenzaron una primera reunión con MARF donde se presentó a la empresa y lo que esta pretendía hacer, la emisión de bonos verdes y por qué. En esta parte se realiza una presentación de las principales motivaciones de la empresa para emitir el bono verde, una explicación de que se pretende financiar con el dinero recaudado de la emisión, como se pretende dar valor a los bonistas y cual es el plan estratégico de la empresa. Presentaron el “Equity Story” de cómo la empresa ha sido capaz de llegar hasta donde se encuentran en el

presente, su trayectoria. Cuando el MARF les dio el visto bueno la empresa comenzó a trabajar en la confección del Documento Base Informativo que tuvo una duración de tres meses. Muy importante en esta parte, la colaboración de un abogado que conozca al detalle el mercado de renta fija ya que el MARF es simplemente un regulador y no guía a la empresa en la confección del Documento Base Informativo. Una vez cumplido esto, se prepara el DBI (benchmark) que se circula más tarde al MARF. El MARF realiza un estudio al detalle del DBI y da su opinión sobre el documento a la empresa asegurándose de que toda la información está expuesta de una manera transparente y detallada de cara a los bonistas, todo ello tuvo una duración de mes.

Ya que Grenergy no estaba familiarizado con el mercado de renta fija verde se apoyo en Bankinter como banco colocador para llegar a inversores socialmente responsables y fondos de inversión dispuestos a invertir en este instrumento financiero. Antes de realizar la emisión Grenergy y Bankinter sondearon el mercado para comprobar el nivel de interés existente entre los inversores potenciales de Bankinter, para comprobar el tipo de apetito existente y el tipo de interés mínimo que exigen los inversores como retorno para invertir en esta empresa. Tras este estudio de mercado se llegó a la conclusión del rango de tipo de interés, en este caso fue un 4,75% (Grenergy renovables, 2019). El banco colocador se encargará después de gestionar los fondos y transferirlos a la empresa.

Como paso final, al tratarse de renta fija verde, se debe de hacer un informe anual de seguimiento (anual report).

#### *4.3 Principios de bonos verdes*

A la hora de diseñar el plan de emisión, los requisitos de cumplimiento de los proyectos y demás procedimientos, Grenergy tomó como referencia los Principios de Bonos Verdes. Este año comenzarán a implantar la Taxonomía Europea ya que al ser algo tan novedoso en el 2019, año de la primera emisión, no se incluyó, al estar casi desarrolladas en su totalidad en 2020, lo incluirán en la próxima emisión.

##### *4.3.1 Uso de los fondos*

Los beneficios recaudados con la emisión se destinarán única y exclusivamente a la financiación, de parte o todo el proyecto, de uno de los proyectos Elegibles. Contribuyen con el objetivo ambiental de mitigación de cambio climático. Las principales características sobre los proyectos elegibles en el marco de los Bonos Verdes son:

Categoría de proyectos elegibles	Definición del proyecto	Objetivos y beneficios ambientales
Energía renovable	Inversión en la creación, construcción, operación y mantenimiento y desmantelamiento de unidades de producción de electricidad renovable de viento (eólica) y fotovoltaicos (solares).	<p>La mitigación del cambio climático mediante:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Generación de energía renovable (MWh)</li> <li>• Evitar la emisión de gases de efecto invernadero (tCO<sub>2</sub>e/MWh)</li> </ul>

*Ilustración 4: Proyectos Elegibles Grenergy renovables (Fuente: elaboración propia)*

En concreto la emisión pretende financiar los siguientes proyectos en cuestión:

1. Proyectos solares fotovoltaicos:

- Quillagua (Chile): se esperada que la capacidad instalada sea de hasta 100 MW, se prevé que las operaciones comiencen en mayo de 2020.
- Escuderos (España): se espera la capacidad instalada sea de hasta 200 MW, se prevé que las operaciones comiencen en diciembre 2020.
- Proyectos PMGD (Chile): se espera que la capacidad instalada sea de hasta 90 MW, estas operaciones comenzaron en 2019.

2. Proyectos de energía eólica (terrestres):

- Duna y Huambos (Perú): 14 turbinas de viento y cimientos, con una capacidad instalada total de 36 MW, s espera que estas operaciones comiencen en Julio de 2020.
- Kosten (Argentina): 7 turbinas de viento y cimientos, con una capacidad instalada de hasta 24 MW, estas operaciones comenzaron en 2019.

El emisor ha sido capaz de evaluar y cuantificar los beneficios ambientales esperados asociados a los proyectos elegibles. Grenergy ha estimado que la generación de energía total de estos



proyectos será de 1.2 GWh/año, y la emisión total de gases de efecto invernadero evitadas gracias a estos proyectos será de 484.1 tCO<sub>2</sub>eq/año (Vigeo Eiris, 2019).

#### *4.3.2 Proceso de selección y evaluación de proyectos*

Antes de tomar una decisión de inversión, Grenergy emprende un proceso de auditoría (due diligence) donde estudia a fondo las características y riesgos existentes de un proyecto incluyendo las posibles controversias sociales y ambientales. En cuanto a la verificación y seguimiento del proyecto, el Comité compuesto por altos cargos de la empresa, se reunirá trimestralmente para comprobar si todos los proyectos continúan cumpliendo con los criterios de elegibilidad. El emisor se compromete a su misma vez, a contratar y trabajar con una segunda parte independiente que verifique el cumplimiento del proceso y criterios de selección, Vigeo Eiris.

En cuanto a los criterios de selección y exclusión, Grenergy aceptará proyectos que cumplan y estén en línea con las Políticas de Sostenibilidad de Grenergy y con los requisitos que forman parte de los proyectos elegibles de la compañía. Excluirá cualquier proyecto ubicado en tierras que actualmente se estén utilizando para fines agrícolas y los proyectos que pudiesen implicar un cambio en el uso de ese terreno (Vigeo Eiris, 2019). Al ser una empresa de energías renovables, todos los fondos provenientes de los bonos verdes emitidos al amparo del Programa marco, se invertirán íntegramente en proyectos que generen energías renovables, principalmente fotovoltaica y eólica. Serán proyectos cuya generación de energía es libre de gases de efecto invernadero perjudiciales (Grenergy renovables, 2019).

Grenergy dedica mucho tiempo a la búsqueda y selección de proyectos que no aporten únicamente financieramente, si no que, en cuanto a temas medioambientales, no tengan un gran impacto y que a su misma vez aporten positivamente a la mejorar los estándares de vida.

#### *4.3.3 Gestión de fondos/ingresos*

Los Bonos emitidos al amparo del Programa marco serán bonos corporativos y no bonos de proyecto, lo que quiere decir que los fondos serán incorporados a la tesorería existente de Grenergy. Al tratarse de una compañía cuyas actividades económicas son 100% verdes, no ha tenido la necesidad de crear un fondo verde independiente donde incorporar los fondos obtenidos por la emisión, ya que, cualquier desembolso por parte de Grenergy va a ser verde por lo que no hay una necesidad de diferenciar (Grenergy renovables, 2019). Además, la

entidad, cuenta con un equipo que se dedica a la supervisión de la tesorería, por lo que el manejo de los fondos de la tesorería y su control serán constantemente revisados y examinados con el uso de controles internos establecidos, para asegurarse del cumplimiento de inversión verde. Además, una tercera parte independiente, Vigeo Eiris, se encargará de verificar el seguimiento y la asignación de los fondos recaudados por dicha emisión anualmente, hasta la completa asignación del monto (Vigeo Eiris, 2019).

El plan de emisión de Greenergy consiste en esperar a la fecha de vencimiento para su repago ya que los ingresos obtenidos de las emisiones tendrán como fin, ser invertidos en proyectos que se encontrarán operativos durante décadas. Si por el contrario se llegase a producir una desinversión por parte de la entidad, cuenta con una reserva de proyectos suficiente para poder invertir esos fondos en un plazo razonable de tiempo, inferior a 12 meses, tratándose de proyectos con características similares (Greenergy renovables, 2019).

#### *4.3.4 Publicación de informes*

Greenergy emitirá un informe anual de seguimiento de factores ESG y novedades en las políticas de ESG de la empresa. En el proceso de due diligence, se analizan posibles restricciones y controversias que pudieran surgir. En este informe, se hará un seguimiento de estas llegando a verificar la inexistencia de controversias con los stakeholders, o en caso de haber surgido alguna, se explicará el plan de remediación y mitigación en detalle (Greenergy renovables, 2019).

Greenergy se ha comprometido a comunicar de forma transparente temas sobre la asignación de los fondos: como el porcentaje de fondos asignados y todavía sin asignar, en este caso del Programa marco se han emitido €22 millones, por lo que además se mostrará que porcentaje de esos €22 millones se ha invertido y que porcentaje sigue en caja, el número de proyectos financiados con los fondos y el tipo (solares, eólicos), el porcentaje de inversión por país y región y el tipo de tarifas sobre los proyectos (Vigeo Eiris, 2019). En segundo lugar, se incluirán en los informes anuales, indicadores de impacto anuales de los Proyectos en el medioambiente como el nivel de emisiones de CO<sub>2</sub> y otros gases de efecto invernadero evitados y el porcentaje ahorrado en los costes de energía para las comunidades locales (Greenergy renovables, 2019). Por otro lado, el emisor ha sido capaz de identificar unos beneficios sociales de los Proyectos Elegibles como el número de puestos de trabajos locales

generados, el ahorro en los costes de energía para las comunidades locales, e incluirá estos indicadores en el informe (Vigeo Eiris, 2019).

En esta parte es esencial la supervisión de una tercera parte independiente, un avez más la corporación se apoyará en Vigeo Eiris.

#### *4.4 Principales retos*

Greenergy nunca había realizado una emisión de bonos verdes en el pasado, por lo que se vieron enfrentados a altos niveles de burocracia. Conseguir la aprobación del Documento Base Informativo por parte de BME es complicado ya que los requisitos son muy altos y se trata de un documento complejo. En su confección ha estado toda la empresa involucrada tanto la parte financiera, como el departamento de mercados, de estrategia, de desarrollo. El duro trabajo se puede ver reflejado en el DBI donde se explica al detalle todos los procesos de la empresa, el plan de negocio, el plan y estrategia de futuro. Sin duda alguna, llegar a obtener la aprobación del Documento Base Informativo fue el mayor reto de todo el proceso de emisión al que se enfrentó la empresa, por la dificultad, alta exigencia y complejidad de redacción.

Por otro lado, la captación de la emisión de los bonos verdes emitidos supuso también un gran desafío. Al ser la primera corporación en emitir bonos verdes en España supuso aun más un mayor reto ya que no tenían ninguna empresa modelo en la que fijarse. Al no ser una entidad muy conocida por los inversores, se enfrentaba con el reto de darse a conocer. Supuso un gran esfuerzo que realmente llegasen a ver quienes eran, cual era su plan de negocio, las perspectivas que tenían. De cara al futuro, y a las próximas emisiones todo el trabajo realizado en la primera emisión y la gran aceptación obtenida, va a facilitar bastante próximas emisiones ya que los inversores estarán familiarizados con la empresa, por otro lado el banco colocador ya sabe quien es Greenergy y la conoce al detalle, conocen y pueden ver el trackrecord de la empresa, pueden comprobar el recorrido de emisión y pago del primer bono verde, lo cual hace que los inversores confíen más en esta empresa queriendo invertir en ella en el futuro por la confianza que transmite y el bajo riesgo asociado. La salida a bolsa tuvo una respuesta muy buena por parte de los inversores.

Esto demuestra que hay alternativas a pedir financiación a los bancos, a acabar haciendo una ampliación de capital donde se está introduciendo en la empresa a inversores ajenos diluyendo el control de la empresa. Sobretudo son capaces de atraer inversores afines a la entidad por tener criterios verdes de inversión. Les ha servido para cuadrar la necesidad de financiación en

si: han logrado conseguir lo que necesitaban, a un precio aceptable, posicionarse en el mercado como bonistas verdes e intentado convertirse en líderes de ESG. Sirven de modelo para más empresas que igual podían estar pensando en emitir deuda verde para financiar ciertos proyectos.

Por otro lado, los inversores tienen la seguridad de que están invirtiendo en una empresa que se preocupa de que sus proveedores cumplan con unos ciertos requisitos sostenibles, que aparte cumplen con los mínimos de los derechos humanos, una empresa que vigila que haya una igualdad de género. Todo esto, es un interés extra que atrae la atención de muchos inversores.

## 5. Conclusiones

La emisión de bonos verdes como fuente de financiación para proyectos, es una muy buena opción para recaudar fondos y una gran alternativa de financiación bancaria o ampliaciones de capital. Presenta grandes ventajas para los emisores, inversores y el medioambiente.

La emisión de bonos verdes frente a bonos convencionales tiene ventajas muy relevantes para la empresa. En primer lugar, pueden llegar a atraer inversores socialmente responsables que no habrían logrado atraer si no fuese por este tipo de bonos. Inicialmente, los bonos verdes tienen el mismo coste financiero que los bonos convencionales en cuanto a los intereses, además cuentan con un bonus moral y un menor riesgo ya que llevan implícitos y tienen en cuenta los riesgos relacionado con el medioambiente. Son una herramienta efectiva de incremento de concienciación sobre el cambio climático y permiten abordar proyectos que ayuden a la mitigación de este. Otro aspecto positivo sería que, gracias a la aparición de la Taxonomía Europea que ha servido de guía para el proceso de emisión, se ha aportado una mayor transparencia y claridad en este mercado lo que atraerá un mayor número de inversores. Estos bonos, aparte, mejoran la reputación de la empresa aportando una imagen de responsabilidad medioambiental, de mayor compromiso con este, así como una mayor integración de la empresa en su entorno. Es una muy buena alternativa ya que este mercado se encuentra en pleno auge con una gran aceptación, en 2019 contó con un nivel de emisiones globales de \$465.000 millones.

Los bonos verdes, mejoran la imagen de Responsabilidad Social Corporativa de la empresa incrementando la concienciación interna de la misma y repercutiendo positivamente en la sociedad. Para emitir bonos verdes, la empresa debe de implantar unas políticas internas de ESG, lo que la permite mejorar en este sentido.

Por otro lado, también presentan ventajas para el inversor. Puede estar seguro de estar invirtiendo, en proyectos responsables con el medioambiente y en una empresa concienciada con el cumplimiento de los Acuerdos de París de 2019 y la Agenda de 2030 de Desarrollo Sostenible.

Si bien es cierto, que la renta fija verde presenta algunos aspectos negativos. Para que el inversionista pueda comprobar que los fondos invertidos se están utilizando realmente para

financiar proyectos verdes, las empresas emisoras están obligadas a realizar un monitoreo constante de los fondos y a confeccionar informes anuales de seguimiento. Por un lado, un incremento en los controles siempre es positivo para las corporaciones ya que aportan claridad y transparencia, pero a veces los mercados obligan a un exceso de mecanismos de control, que suponen un alto coste para las empresas, por la mayor carga de trabajo que esto implica.

Se ha podido observar de cerca la repercusión de todas estas ventajas y desventajas en el análisis llevado a cabo sobre el proceso de emisión de bonos verdes por parte de la empresa española Greenergy. Dicha empresa, gracias a la emisión de estos bonos, ha conseguido atraer a inversores que no podría haber atraído de otra forma y ha conseguido recaudar un monto tan elevado, de €50 millones, simplemente por la etiqueta verde. Debido a la introducción de políticas ESG, la concienciación interna de la empresa en cuanto a temas de sostenibilidad y medioambiente han incrementado llegando a posicionarse como prioridad número uno en su agenda estratégica. Gracias a estos bonos, la empresa allá donde va cuida sus actos y sus repercusiones sociales, siempre intentando crear un impacto positivo, paliando cualquier tipo de repercusión negativa que la llegada de esta empresa pueda causar en la localidad.

## 6. Bibliografía

Aizawa , M., & Yang, C. (2010). Green credit, green stimulus, green revolution? China's mobilization of banks for environmental cleanup.

Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial, 2015. *¿Que son los bonos verdes?*

Barclays. (2015). The Cost of Being Green.

Desarrollo Sostenible. 2020. La Asamblea General Adopta La Agenda 2030 Para El Desarrollo Sostenible. [online] Available at: <<https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/2015/09/la-asamblea-general-adopta-la-agenda-2030-para-el-desarrollo-sostenible/>> [Accessed 28 May 2020].

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020. *Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance. Technical Report.*

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020. *Usability Guide TEG Proposal For An EU Green Bond Standard.*

Furió, E., 2016. *2015, Año Récord En La Emisión De Bonos Verdes / BBVA.* [online] BBVA NOTICIAS. Available at: <<https://www.bbva.com/es/2015-ano-record-en-la-emision-de-bonos-verdes/>> [Accessed 4 June 2020].

Gaynor, M. and Martín, A., 2019. *ESG Bond Market. Key Topics And Trends For 2019 And Beyond – Getting The Harmony Right.* BBVA.

Greenergy renovables, 2019. *Documento Base Informativo de incorporación de valores de medio y largo plazo en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).*

*EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020. Sustainable recovery from the Covid-19 pandemic requires the right tools.* Bruselas.

G20 Green Finance Study Group, 2017. *G20 Green Finance Synthesis Report*. [online] Available at: <[http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2017/07/2017\\_GFSG\\_Synthesis\\_Report\\_EN.pdf](http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2017/07/2017_GFSG_Synthesis_Report_EN.pdf)> [Accessed 10 June 2020].

Icmagroup.org. 2018. *Green Bond Principles. Voluntary Process Guidelines For Issuing Green Bonds*. [online] Available at: <<https://www.icmagroup.org/index.php/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2018/Green-Bond-Principles---June-2018-140618-WEB.pdf>> [Accessed 18 March 2020].

Kaminker, Ch., Stewart, F. (2012), “The Role of Institutional Investors in Financing Clean Energy”, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No.23, OECD Publishing.

KPMG (2015). *Sustainable Insight: Gearing Up For Green Bonds*. 1st ed.

Michael, R. (2015). *Green Investment Bank*. Nueva York: Bloomberg

Romero, J., Villanueva, J. C. & Rodríguez, F., 2019. *La Financiación Sostenible en España 2019*, s.l.: Observatorio Español de la Financiación Sostenible (OFISO).

Vigeo Eiris, 2019. *Second party opinion on the sustainability of Greenergy's Green Bond Framework*.

Weber, O. and Saravade, V., 2019. ‘Green Bonds: Current Development and Their Future’, *CIGI Papers*, no. 210

World Business Council for Sustainable Development (wbcSD), 2020. *The new EU Taxonomy on sustainable activities. Business briefing*.



## 7. Anexos

### Anexo 1. Ejemplos de proyectos verdes.

- Gestión sostenible de los recursos naturales y el uso de la tierra (incluida la agricultura sostenible, la cría de animales sostenible, los aportes agrícolas inteligentes para el clima como la protección biológica de los cultivos o el riego por goteo, la pesca y la acuicultura; la actividad forestal sostenible, incluyendo la forestación o reforestación y la conservación o restauración de paisajes naturales)
- La prevención y el control de la contaminación (incluyendo la reducción de las emisiones atmosféricas, el control de los gases de efecto invernadero, la descontaminación de los suelos, la prevención y reducción de residuos, el reciclaje de residuos y la transformación eficiente de residuos a energía);
- Transporte limpio (como transporte eléctrico, híbrido, público, ferroviario, no motorizado, transporte multimodal, infraestructura para vehículos de energía limpia y reducción de emisiones nocivas);
- Productos adaptados a la economía ecológica y / o circular, tecnologías y procesos de producción (como el desarrollo y la introducción de productos respetuosos con el medio ambiente, con una eco-etiqueta o certificación medioambiental, y un embalaje y distribución eficientes con sus recursos);
- Adaptación al cambio climático (incluidos sistemas de apoyo a la información, como la observación del clima y los sistemas de alerta temprana);
- Energías renovables (incluyendo producción, transmisión, dispositivos y productos)