



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

**BONOS SOSTENIBLES:
LA TRANSFORMACIÓN DE LAS
EMPRESAS ESPAÑOLAS A
TRAVÉS DE SU FINANCIACIÓN**

Autor: Alejandra Delgado Romera

Director: Rafael Castellote Azorín

MADRID | Marzo 2023

RESUMEN

En un mundo empresarial cada vez más concienciado con la sostenibilidad, los bonos verdes, los bonos sociales y los bonos vinculados a la sostenibilidad se erigen como las innovaciones más punteras en la búsqueda de financiación. Ya sean diseñados con una restricción en el uso de los fondos o a través de un compromiso de mejora en la actividad sostenible, los emisores han encontrado en este mercado una apuesta segura. En el presente Trabajo de Fin de Grado se analizan las razones de ser de estos bonos sostenibles, junto con los principios y características que los diferencian de sus homólogos convencionales y que pueden suponer un aliciente para que las empresas recurran a ellos en la captación de capital. En concreto, se examina el estado de la cuestión en el marco nacional con el estudio descriptivo de los bonos sostenibles emitidos por empresas españolas actualmente en circulación, empresas que cada vez se inclinan más por el empleo de este tipo de instrumentos. Su estrategia se ve recompensada por un mercado que los acoge con elevadísimas demandas y que renuncia a cierta rentabilidad a cambio de un impacto sostenible positivo, lo que permite, en última instancia, que las entidades emisoras se beneficien de un menor coste de financiación.

Palabras clave: desarrollo sostenible, bono verde, bono social, bono vinculado a la sostenibilidad, rentabilidad, prima, actualmente en circulación.

ABSTRACT

In an increasingly sustainability-conscious business world, green bonds, social bonds and sustainability-linked bonds are emerging as the leading innovations in the search for financing. Whether they are designed with a restriction on the use of proceeds or through a commitment to improve sustainable activity, issuers have found in this market a safe bet. This Final Degree Project analyzes the reason-to-be of these sustainable bonds, together with the principles and characteristics that differentiate them from their conventional counterparts and that can be an incentive for companies to use them in order to raise capital. Specifically, it examines the state of the art at the national level with a descriptive study of the sustainable bonds issued by Spanish companies currently in circulation, companies that are increasingly turning to the use of this type of instrument. Their strategy is rewarded by a market that welcomes them with very high demand and that gives up some profitability in exchange for a positive sustainable impact, which ultimately allows the issuing entities to benefit from a lower cost of financing.

Keywords: sustainable development, green bond, social bond, sustainability-linked bond, profitability, premium, currently in circulation.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

ÍNDICE DE FIGURAS.....	5
ÍNDICE DE TABLAS.....	5
I. INTRODUCCIÓN	6
1. JUSTIFICACIÓN DEL TEMA	6
2. OBJETIVOS.....	7
3. METODOLOGÍA	8
4. ESTRUCTURA	9
II. EL DESARROLLO SOSTENIBLE Y LA ECONOMÍA.....	10
1. EL CONCEPTO DE DESARROLLO SOSTENIBLE	10
2. EL NACIMIENTO DEL FENÓMENO ESG.....	11
3. LOS OBJETIVOS DE DESARROLLO SOSTENIBLE Y EL ACUERDO DE PARÍS .	12
3.1 Los Objetivos de Desarrollo Sostenible.....	12
3.2 El Acuerdo de París	15
4. INICIATIVAS REGULATORIAS EN EUROPA.....	15
4.1 El Pacto Verde Europeo	15
4.2 El Reglamento de taxonomía de la Unión Europea	17
III. EL BONO COMO INSTRUMENTO DE FINANCIACIÓN SOSTENIBLE	19
1. LOS BONOS VERDES	19
1.1 Concepto y directrices: el papel de la Climate Bonds Initiative, la Asociación Internacional de Mercados de Capitales y la Comisión Europea	19
1.2 Los bonos verdes frente a los bonos tradicionales: sobre la existencia de <i>greenium</i> ..	25
1.3 Los bonos verdes frente a los bonos tradicionales: sobre el efecto en el <i>firm value</i>	27
1.4 Los bonos verdes emitidos por empresas españolas actualmente en circulación.....	28
2. LOS BONOS SOCIALES	41
2.1. Concepto y directrices de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales.....	41
2.2. Los bonos sociales frente a los bonos tradicionales: sobre la existencia de una <i>social premium</i>	44
2.3. Los bonos sociales frente a los bonos tradicionales: sobre el impacto social positivo	45
2.4. Los bonos sociales emitidos por empresas españolas actualmente en circulación.....	46
3. LOS BONOS VINCULADOS A LA SOSTENIBILIDAD	50
3.1. Concepto y directrices de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales.....	50
3.2. Los bonos vinculados a la sostenibilidad frente a los bonos de “uso de fondos”	53
3.3. Los bonos vinculados a la sostenibilidad emitidos por empresas españolas actualmente en circulación	54
IV. CONCLUSIONES.....	58
V. BIBLIOGRAFÍA.....	60
VI. ANEXOS.....	74
ANEXO I. LISTADO DE ENTIDADES ESPAÑOLAS EMISORAS DE BONOS VERDES ACTUALMENTE EN CIRCULACIÓN.....	74
ANEXO II. LISTADO DE ENTIDADES ESPAÑOLAS EMISORAS DE BONOS SOCIALES ACTUALMENTE EN CIRCULACIÓN.....	75
VII. GLOSARIO	76

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Evolución de emisiones de bonos verdes de distintas regiones entre 2014 y 2021.....	24
Figura 2. Evolución de emisiones de bonos sociales de distintas regiones entre 2014 y 2021.....	44
Figura 3. Evolución de emisiones de bonos corporativos basados en el desempeño frente a bonos de “uso de fondos” entre 2018 y 2021.....	53

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Bonos verdes de Abanca actualmente en circulación.....	30
Tabla 2. Bonos verdes de BBVA actualmente en circulación.....	32
Tabla 3. Bonos verdes de Banco Sabadell actualmente en circulación.....	33
Tabla 4. Bonos verdes de Banco Santander actualmente en circulación.....	34
Tabla 5. Bonos verdes de CaixaBank actualmente en circulación.....	35
Tabla 6. Bonos verdes de Unicaja Banco actualmente en circulación.....	36
Tabla 7. Tabla comparativa de bonos verdes del sector financiero español.....	37
Tabla 8. Bonos verdes de Acciona Energía actualmente en circulación.....	38
Tabla 9. Bonos verdes de Iberdrola actualmente en circulación.....	39
Tabla 10. Bonos verdes de Red Eléctrica actualmente en circulación.....	40
Tabla 11. Tabla comparativa de bonos verdes del sector energético y de infraestructuras español.....	40
Tabla 12. Bonos sociales de BBVA actualmente en circulación.....	47
Tabla 13. Bonos sociales de Banco de Crédito Social actualmente en circulación.....	48
Tabla 14. Bonos sociales de CaixaBank actualmente en circulación.....	49
Tabla 15. Bonos sociales de Kutxabank actualmente en circulación.....	49
Tabla 16. Tabla comparativa de bonos sociales del sector financiero español.....	50
Tabla 17. Bonos vinculados a la sostenibilidad de Abertis actualmente en circulación.....	55
Tabla 18. Bonos vinculados a la sostenibilidad de Grupo Pikolín actualmente en circulación.....	56
Tabla 19. Bonos vinculados a la sostenibilidad de Repsol actualmente en circulación.....	56
Tabla 20. Tabla comparativa de bonos vinculados a la sostenibilidad de las empresas españolas.....	57

I. INTRODUCCIÓN

1. JUSTIFICACIÓN DEL TEMA

Cada enero desde 2012, Laurence “Larry” Fink, consejero delegado de BlackRock –la mayor empresa de gestión de activos del mundo¹–, hace pública una carta abierta dirigida a los consejeros delegados de las compañías que componen los portfolios de inversión de su firma. El impacto efectivo que tienen estas misivas, en las que Fink exhorta a una reflexión o acción determinada, fue analizado por Pawliczek et al. (2021) y su investigación evidenció que las empresas con una participación significativa de BlackRock² suelen modificar sus líneas de actuación y compromisos en consonancia con los aspectos y preocupaciones resaltados en estas cartas.

Consciente del alcance práctico de sus escritos, Fink sorprendió al mundo en 2020 cuando cambió por completo su registro habitual –centrado normalmente en la importancia del gobierno corporativo y la creación de valor a largo plazo– para dar paso a inquietudes climáticas y sociales. En una carta titulada *Un Cambio Estructural de las Finanzas (A Fundamental Reshaping of Finance)*, Fink identificó el propósito perseguido por las empresas como el auténtico motor de su rentabilidad a largo plazo y calificó el riesgo climático de riesgo de inversión a tener en cuenta. De todo ello, se extraía un claro mensaje:

[...] cuando las compañías no estén progresando lo suficiente en reportes en materias de sostenibilidad, las prácticas del negocio y los planes que los guían, vamos a estar cada vez más inclinados a votar en contra de la administración y la junta directiva. (Fink, 2020)

Este cambio de directriz por parte de uno de los gigantes del capitalismo trajo consigo dos consecuencias fundamentales. De una parte, la consolidación de un nuevo paradigma en base al cual las empresas debían situar en el centro de su creación de valor a todas las partes de alguna forma involucradas (*stakeholders*)³ y no solo a sus accionistas

¹ A finales de 2022, los activos administrados por BlackRock alcanzaron la cifra de 8,59 billones de dólares americanos (Brush, 2023).

² A los efectos del análisis de Pawliczek et al. (2021), una participación se considera significativa cuando supera el umbral del 5% del capital social con derecho a voto.

³ Esta idea fue defendida por primera vez de forma oficial en *Statement on the Purpose of a Corporation*, una declaración publicada por Business Roundtable, una asociación sin ánimo de lucro formada por directores ejecutivos de importantes compañías de EE.UU. Desde 1978, Business Roundtable había

(*shareholders*). De otra, la irrupción de los criterios ESG (por sus siglas en inglés, *environmental, social y governance*) en el diseño de la actividad y la estrategia de inversión de todos los actores del ecosistema empresarial.

Tres años después, las advertencias de Fink (2020) se han materializado: que las empresas hayan adoptado como propias las inquietudes de la sociedad ha dado lugar a una importante reasignación de capital. Hoy en día los inversores apuestan por proyectos con una misión definida y un propósito de marcado componente sostenible, relacionado con aspectos como la transición medioambiental o la diversidad de la fuerza laboral, entre otros. No cabe duda, por tanto, de que la capacidad de crecimiento y atracción de capital de una empresa en la actualidad está íntimamente relacionada con su habilidad para adaptarse a las demandas de la sociedad y las generaciones futuras.

En este contexto, de entre todos los instrumentos a los que una empresa puede recurrir en la búsqueda de financiación, la emisión de bonos parece ser una de las más sólidas alternativas a medida que los tipos de interés comienzan a estabilizarse y disminuye la inflación, algo que se espera suceda a lo largo de este año (Kolanovic, 2023). En este mercado de renta fija, la actualidad y relevancia de los bonos de carácter sostenible como “motores del cambio” es innegable (Garayoa & García, 2018, p. 233). Sin ir más lejos, y después de un año de ligero declive, las previsiones apuntan a que las emisiones de este tipo de bonos volverán a superar el umbral del billón de euros en 2023 (Ly & Hall, 2023).

2. OBJETIVOS

En esta línea, el objetivo del presente Trabajo de Fin de Grado es analizar la figura del bono como instrumento de financiación sostenible en el mercado español actual. En concreto, se estudiarán los conceptos de bono verde, bono social y bono vinculado a la sostenibilidad (conjuntamente, los “**bonos sostenibles**”⁴), profundizando en aspectos como los principios que han de seguir para ser considerados como tal o el tipo de

respaldado el principio de primacía del accionista; sin embargo, en su declaración de 2019 defendió que el propósito de una empresa debía ser diseñado en beneficio de todas las partes interesadas, entendidas como tal sus empleados, clientes, accionistas, proveedores y demás comunidades asociadas (Business Roundtable, 2019).

⁴ Si bien el concepto de “bono sostenible” puede utilizarse para hacer referencia a aquellos bonos que reúnen un marcado carácter medioambiental y social (Garayoa & García, 2018), en el presente Trabajo se empleará como término conjunto para englobar los bonos verdes, los bonos sociales y los bonos vinculados a la sostenibilidad.

proyectos que pueden financiar. Todo ello desembocará en el análisis de los instrumentos de deuda sostenibles emitidos por empresas españolas de diferentes sectores de actividad actualmente en circulación. Esto permitirá, de una parte, (i) obtener una visión de conjunto sobre cómo estas empresas están transformando su razón de ser y actividad a través de este tipo de bonos y, de otra, (ii) comparar los bonos sostenibles con sus homólogos convencionales.

De esta manera, al finalizar el presente Trabajo se observará la importancia práctica de los bonos sostenibles en la transformación del mundo empresarial actual en uno más comprometido con causas medioambientales, sociales y de gobernanza. Con suerte, también se pondrá de manifiesto que el sector privado va por buen camino en la consecución de una transición justa y equitativa y que su participación activa es esencial para alcanzar las metas propuestas en materia de sostenibilidad y desarrollo.

3. METODOLOGÍA

Para la consecución de los objetivos antes proyectados se seguirá un enfoque de trabajo deductivo, que partirá de conceptos generales y principios de gran alcance hasta desembocar en el análisis de los bonos sostenibles emitidos por empresas españolas. Esta investigación tendrá carácter descriptivo y contará con elementos de análisis cualitativo y cuantitativo.

Respecto de los primeros, destacará la revisión de bibliografía, de folletos de emisión y de *frameworks* de las empresas españolas que han emitido bonos sostenibles recientemente. De esta forma se podrá profundizar tanto en los conceptos objeto de este Trabajo, como en los proyectos sostenibles en los que las empresas españolas centran sus ingresos y esfuerzos. Respecto de los segundos, se manejarán datos extraídos de la plataforma Bloomberg para presentar aspectos como la rentabilidad, la madurez o el *rating* de los bonos sostenibles en el panorama español. Los detalles de estos bonos, como se avanzaba, serán confrontados con aquellos correspondientes a los bonos no sostenibles, de forma que se puedan extraer conclusiones comparativas del mercado español actual.

4. ESTRUCTURA

Este Trabajo de Fin de Grado se divide en cuatro bloques o apartados, siendo el primero de ellos la introducción que hasta el momento se ha desarrollado y que ha incluido los subapartados de justificación del tema elegido, objetivos y metodología.

El segundo, titulado *El desarrollo sostenible y la economía*, arrojará luz sobre el estado de la cuestión desde un punto de vista normativo. Partiendo de la primera definición admitida de desarrollo sostenible, se hará un recorrido por las iniciativas regulatorias a nivel mundial y europeo con la intención de esbozar el marco en el que ha de concebirse el origen y auge de la financiación sostenible.

El tercer gran bloque, que lleva por nombre *El bono como instrumento de financiación sostenible*, comprenderá el análisis de los conceptos, rasgos y principios de los bonos sostenibles. Este bloque, que se subdividirá en tres apartados según el tipo de bono que se analice, cerrará con el estudio de los bonos emitidos por las empresas españolas más relevantes a nivel internacional, ilustrando sus características principales y el destino de los ingresos que con ellos se recaudan.

El cuarto bloque terminará con la exposición de las conclusiones a las que conduce el estudio realizado, resumiendo las notas principales del contenido que a lo largo del Trabajo se habrá desarrollado. Se aprovechará también para enunciar posibles líneas de investigación de la materia en el futuro.

II. EL DESARROLLO SOSTENIBLE Y LA ECONOMÍA

1. EL CONCEPTO DE DESARROLLO SOSTENIBLE

El término “desarrollo sostenido” o “desarrollo sostenible” en su acepción inglesa (*sustainable development*) fue utilizado por primera vez de forma oficial en 1980 de la mano del informe *Estrategia Mundial para la Conservación: La conservación de los recursos vivos para el logro del desarrollo sostenido* (Unión Internacional para la Conservación de la Naturaleza y de los Recursos Naturales et al., 1980). Sin embargo, y a pesar de lo que se podría esperar, la publicación de este documento no trajo consigo una definición del concepto que pudiese ser generalmente aceptada y reconocible.

Ésta llegaría en 1987 con motivo del *Informe Brundtland*, nombre por el que se conoce popularmente al informe *Nuestro Futuro Común (Our Common Future)* de la Comisión Mundial sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo de la Organización de las Naciones Unidas liderada por Gro Harlem Brundtland (posteriormente primera ministra noruega de 1990 a 1996). Este “programa global para el cambio” recogió estrategias y recomendaciones medioambientales y de cooperación entre los países con el fin de establecer objetivos comunes que tuvieran en cuenta “la interrelación entre los hombres, los recursos, el medio ambiente y el desarrollo” (Brundtland, 1987, p.10).

En esta línea, el desarrollo sostenible se definió como aquel capaz de satisfacer “las necesidades de la generación presente sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras para satisfacer sus propias necesidades” (Brundtland, 1987, p. 59)⁵. Esta delimitación supuso, en esencia, la cristalización de un proceso de reflexión y toma de conciencia a nivel mundial que había comenzado en 1972 con la publicación del libro *Los límites del crecimiento*. Esta obra –escrita a petición del Club de Roma– supuso un enfrentamiento frontal contra el paradigma, hasta entonces incuestionable, de que el crecimiento económico y material continuo de la población era compatible con la protección del medio ambiente (Meadows et al., 1972).

Años más tarde, el cambio de milenio trajo consigo un cambio de modelo y la idea de justicia entre generaciones dio paso a una concepción integradora del concepto de

⁵ Esta idea de desarrollo sostenible fue adoptada también por la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo –también conocida como la “Cumbre para la Tierra” – celebrada en Río de Janeiro en 1992.

desarrollo sostenible. Así lo confirmó en 2002 el *Informe de la Cumbre Mundial sobre Desarrollo Sostenible* de Johannesburgo al sostener “la integración de los tres componentes del desarrollo sostenible –el crecimiento económico, el desarrollo social y la protección del medio ambiente–” como “pilares interdependientes que se refuerzan mutuamente” (Cumbre Mundial sobre el Desarrollo Sostenible, 2002, p. 8). Tal y como subrayaba el informe, para que el desarrollo fuera concebido como sostenible, éste debía procurar ser económicamente viable, respetuoso con el medio ambiente y equitativo socialmente. Estas tres dimensiones, como destaca Sachs (2014), sugerían un enfoque holístico y subrayaban la necesidad de comprender las “interacciones entre tres sistemas complejos: la economía mundial, la sociedad global y el medio ambiente físico de la Tierra” (p. 19).

2. EL NACIMIENTO DEL FENÓMENO ESG

Con el comienzo del siglo XXI, un cambio en la línea de pensamiento y actuación de la Organización de las Naciones Unidas (“ONU”) –que hasta entonces había mantenido una postura ajena respecto del mundo empresarial (Thérien & Pouliot, 2006, citado en Pollman, 2022)– trajo consigo el concepto de desarrollo sostenible al sector privado. Este acercamiento se consolidó en 2004, cuando el por aquel entonces Secretario General, Kofi Annan, contactó con más de cincuenta consejeros delegados de las principales instituciones financieras del mundo, convocándoles a participar en una iniciativa en torno a la inversión responsable (Pollman, 2022). El encuentro resultó en el informe *Who Cares Wins*, de Ivo Knoepfel. En este escrito se utilizaron por primera vez las ya archiconocidas siglas ESG en referencia a la integración de factores medioambientales (*environmental*), sociales (*social*) y de gobierno corporativo (*governance*) que había de producirse en la mediación entre sostenibilidad e impacto socio-empresarial (Knoepfel, 2004). Para futura referencia e identificación, el informe incluyó una lista ejemplificativa sobre las cuestiones que se considerarían alineadas con cada uno de los criterios y que aprovechamos para resumir y completar a continuación (Knoepfel, 2004):

- En materia medioambiental, se hizo alusión a cuestiones relacionados con la gestión del cambio climático, el agotamiento de recursos, la retirada de residuos o la lucha contra la contaminación y la deforestación.

- En materia social, se apuntó a la salvaguarda de derechos humanos, de condiciones laborales óptimas o de relaciones entre trabajadores. También se urgió a las empresas a luchar contra la esclavitud moderna y el trabajo infantil.
- En materia de gobernanza, se prestó especial atención a aspectos como el soborno y la corrupción, la remuneración de los ejecutivos, la diversidad y estructura de los consejos de administración, la gestión de los grupos políticos de presión o la estrategia fiscal de las empresas.

Una gestión correcta de todas estas cuestiones ESG resultaba ser, tal y como subrayaba el informe, un motor de creación de valor a largo plazo para el accionista. En esta línea, se ponía de manifiesto que:

Las empresas que obtienen mejores resultados en estas cuestiones pueden aumentar el valor para sus accionistas, por ejemplo, gestionando adecuadamente los riesgos, anticipándose a las medidas reguladoras o accediendo a nuevos mercados, al tiempo que contribuyen al desarrollo sostenible de las sociedades en las que operan. Además, estas cuestiones pueden tener un fuerte impacto en la reputación y las marcas, una parte cada vez más importante del valor de las empresas. (Knoepfel, 2004, p. i)

3. LOS OBJETIVOS DE DESARROLLO SOSTENIBLE Y EL ACUERDO DE PARÍS

3.1 Los Objetivos de Desarrollo Sostenible

La idea de establecer unos objetivos en base al concepto de desarrollo sostenible surgió a raíz del vigésimo aniversario de la Cumbre de la Tierra de Río, celebrado en la ciudad brasileña en junio de 2012 (“**Río+20**”). La reunión de líderes mundiales, que se concebía desde un inicio como la conmemoración del progreso alcanzado en torno al desarrollo sostenible durante los últimos veinte años, hizo “dolorosamente evidente” que los acuerdos adoptados no habían producido los efectos esperados (Sachs, 2015, p. 54). Esta falta de implementación contrastaba con el acogimiento internacional del que habían disfrutado los Objetivos de Desarrollo del Milenio que, con un plazo fijo improrrogable de 15 años (periodo 2000 a 2015), centraban sus aspiraciones en aspectos como “la

pobreza, el hambre, las enfermedades, la falta de escolarización, la desigualdad de género y la degradación del medio ambiente” (Sachs, 2012, p. 2206).

La perspectiva del final del periodo establecido para su cumplimiento puso de relieve la necesidad de renovarlos. En este sentido, en el informe final de Río+20, *El Futuro Que Queremos (The Future We Want)*, se hizo un llamamiento oficial para la creación de una nueva serie de propósitos: los Objetivos de Desarrollo Sostenible (“**ODS**”) (Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Desarrollo Sostenible, 2012). La Asamblea General de la ONU no tardó en actuar y en septiembre de 2015 adoptó la *Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible* (la “**Agenda 2030**”). La Agenda 2030, con 17 ODS y 169 metas prácticas, se erige en la actualidad como “un plan de acción en favor de las personas, el planeta y la prosperidad” (ONU, 2015a).

Para Sachs (2015), la Agenda 2030 supone, en esencia, una puesta en práctica del concepto holístico de desarrollo sostenible pues integra objetivos relacionados con sus tres dimensiones: “[...]lo que la ONU entiende por desarrollo sostenible [es que] el desarrollo económico debe continuar combinado con la inclusión social y la sostenibilidad medioambiental. Se trata de un concepto triple, que integra objetivos económicos, sociales y medioambientales” (p. 15), tal y como se expone a continuación.

De carácter medioambiental (ONU, 2015b):



ODS 6: “[g]arantizar la disponibilidad de agua y su gestión sostenible y el saneamiento para todos”.



ODS 13: “[a]doptar medidas urgentes para combatir el cambio climático y sus efectos”.



ODS 14: “[c]onservar y utilizar sosteniblemente los océanos, los mares y los recursos marinos”.



ODS 15: “[g]estionar sosteniblemente los bosques, luchar contra la desertificación, detener e invertir la degradación de las tierras, detener la pérdida de biodiversidad”.

De carácter social (ONU, 2015b):



ODS 1: “[p]oner fin a la pobreza en todas sus formas y en todo el mundo”.



ODS 2: “[p]oner fin al hambre”.



ODS 3: “[g]arantizar una vida sana y promover el bienestar para todos en todas las edades”.



ODS 4: “[g]arantizar una educación inclusiva, equitativa y de calidad y promover oportunidades de aprendizaje durante toda la vida para todos”.



ODS 5: “[l]ograr la igualdad entre los géneros y empoderar a todas las mujeres y las niñas”.



ODS 7: “[g]arantizar el acceso a una energía asequible, segura, sostenible y moderna”.



ODS 11: “[l]ograr que las ciudades sean más inclusivas, seguras, resilientes y sostenibles”.



ODS 16: “[p]romover sociedades justas, pacíficas e inclusivas”.

De carácter económico (ONU, 2015b):



ODS 8: “[p]romover el crecimiento económico inclusivo y sostenible, el empleo y el trabajo decente para todos”.



ODS 9: “[c]onstruir infraestructuras resilientes, promover la industrialización sostenible y fomentar la innovación”.



ODS 10: “[r]educir la desigualdad en y entre los países”.



ODS 12: “[g]arantizar modalidades de consumo y producción sostenibles”.

3.2 El Acuerdo de París

La primera prueba de rodaje de los ODS se produjo pocos meses después, en la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático de París (“COP21”). En un intento por abordar “la dicotomía entre el crecimiento económico y la gestión medioambiental” (Tolliver et al., 2019, p. 1), la COP21 adoptó el Acuerdo de París. Tal y como propugna el ODS número 17 –que resalta la importancia de crear alianzas entre actores públicos y privados a todos los niveles de acción–, los Estados de todo el mundo han establecido una visión y objetivo comunes respecto de la temperatura del planeta, comprometiéndose a:

Mantener el aumento de la temperatura media mundial muy por debajo de 2 °C con respecto a los niveles preindustriales, y proseguir los esfuerzos para limitar ese aumento de la temperatura a 1,5 °C con respecto a los niveles preindustriales, reconociendo que ello reduciría considerablemente los riesgos y los efectos del cambio climático. (ONU, 2015c, p. 2)

El Acuerdo de París ha sentado las bases de una “arquitectura híbrida”⁶ que compagina el reporte sobre la acción positiva de los Estados firmantes –a través de las contribuciones determinadas a nivel nacional (CDNs)– con exámenes periódicos de sus progresos (Bodansky, 2012, citado en Savaresi, 2016, p. 5). En otras palabras, con este nuevo enfoque son los propios Estados los que declaran unilateralmente las medidas efectivas que implantarán para la consecución de los objetivos, de forma que el Acuerdo de París funciona como una especie de “notario” (Savaresi, 2016, p. 6) que permite la comprobación objetiva de cómo estas acciones están siendo llevadas a cabo.

4. INICIATIVAS REGULATORIAS EN EUROPA

4.1 El Pacto Verde Europeo

En el marco de la Nueva Agenda Estratégica 2019-2024, adoptada por el Consejo Europeo el 20 de junio de 2019, el Pacto Verde Europeo o *European Green Deal* constituye uno de los proyectos más ambiciosos de política medioambiental de la historia de la Unión Europea. Con la vocación de consolidar una Europa “climáticamente neutra,

⁶ Esta nueva gobernanza supone un gran cambio con respecto al Protocolo de Kioto y su modelo “descendente”, basado en la imposición de objetivos y calendarios a los países más desarrollados en la lucha contra la emisión de gases (Savaresi, 2016).

ecológica, justa y social”, el Pacto Verde Europeo busca acometer “una profunda transformación de la economía y de la sociedad europeas para alcanzar la neutralidad climática [...] y colocarla en la vanguardia mundial de una economía ecológica” (Fernández de Gatta, 2020, p. 81). En resumidas cuentas, el Pacto Verde Europeo tiene un triple objetivo: primero, garantizar que Europa se convierta en el primer continente climáticamente neutro del mundo; segundo, conseguir que el desarrollo económico esté separado del consumo de los recursos; y tercero, asegurar que no hay personas ni lugares que queden aislados de la transición (Comisión Europea, 2021). Con el referente histórico del *New Deal* del presidente estadounidense Roosevelt⁷, es indudable su trascendencia teórica y práctica:

Se trata de un programa de gran potencial transformador. Plantea la gestión sostenible de las tres problemáticas ambientales más importantes: clima, biodiversidad, y contaminación. Para ello, define una matriz de política organizada en torno a los cinco sistemas que más inciden en esas tres cuestiones: energía, industria, edificación, movilidad, agricultura y alimentación. (Sanahuja, 2021, p. 78)

En vista de esta quíntuple estructura, el Pacto Verde Europeo presenta las siguientes ramas de actuación: (i) empleo eficiente de “energía limpia, asequible y segura”; (ii) enfoque de la industria hacia una economía circular; (iii) uso de los recursos de construcción de forma eficiente; (iv) transición hacia una movilidad sostenible; y (v) establecimiento de un sistema alimentario saludable, entre otras (BBVA, 2022c).

El Pacto Verde Europeo trajo consigo, en enero de 2020, el Plan de Inversiones del Pacto Verde Europeo (el “**Plan de Inversiones**”), en base al cual la Comisión pretende “habilitar un marco que facilite las inversiones públicas y privadas necesarias para la transición a una economía neutra para el clima, ecológica, competitiva e integradora” (Sikora, 2020, p. 683). Con él, además, se busca recaudar al menos un billón de euros de inversiones sostenibles durante los próximos diez años y, para ello, se recurrirá tanto al presupuesto de la Unión Europea, como a otros instrumentos (por ejemplo, *Next Generation EU* o *InvestEU*) (Comisión Europea, 2020). En caso de una

⁷ El *New Deal* del presidente Franklin D. Roosevelt, vigente entre 1933 y 1939, permitió a Estados Unidos capear la Gran Depresión a través de un programa de reconstrucción con medidas encaminadas a fortalecer el sector bancario, aumentar el gasto público y reducir las tasas de desempleo (Sanahuja, 2021).

implantación satisfactoria a corto y largo plazo, se producirá una importante y justificada reasignación de fondos (Sikora, 2020).

4.2 El Reglamento de taxonomía de la Unión Europea

Desde la aprobación del Plan de Inversiones, resultaba evidente que para que se produjera el aumento de flujos sostenibles previsto, era necesario crear estándares o métricas que identificaran las actividades consideradas sostenibles, minimizando las posibilidades de *greenwashing*⁸. En el mismo sentido se había manifestado antes la Unión Europea en su *Plan de Acción: Financiar el crecimiento sostenible* de 2018, en el que se ponía de manifiesto que era:

[...] necesario el establecimiento de una taxonomía europea que definiera la sostenibilidad en Europa, que fuera lo suficientemente ambiciosa y transparente e, incluso, se convirtiera en un referente a escala internacional, y solucionara así el problema de la multiplicidad de taxonomías o de definiciones sostenibles. (Romo, 2021, p. 9)

En este contexto se publicó el Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles (el “**Reglamento 2020/852**”). El Reglamento 2020/852, conocido popularmente como el Reglamento de taxonomía, tiene como objetivo el proporcionar definiciones homogéneas que permitan a los inversores comunicarse en un único lenguaje. Este sistema de clasificación ha traído consigo muchas ventajas, entre las que destacan las siguientes: primero, la cohesión e integración del mercado en torno a un único marco; segundo, la claridad de criterios y, como consecuencia, la reducción de los costes de investigación para los inversores; y, tercero, la posibilidad de demostrar el alineamiento de empresas y productos financieros con los objetivos de sostenibilidad (Romo, 2021).

⁸ *Greenwashing* puede definirse como aquella “estrategia publicitaria utilizada por determinadas compañías para presentarse, a ellas y a sus productos, como entidades respetuosas con el medio ambiente, sin serlo. El objetivo principal de las mismas es, por un lado, esconder sus prácticas reales (más nocivas con la naturaleza) y, por otro, aprovechar el tirón que tiene todo lo catalogado como ‘verde’...” (BBVA, 2022b).

La clave del funcionamiento del Reglamento 2020/852 es el establecimiento de cuatro criterios que una actividad económica habrá de cumplir para ser considerada sostenible:

- Primero, la actividad debe contribuir sustancialmente a al menos uno de los siguientes objetivos medioambientales (artículo 9 del Reglamento 2020/852): (i) “mitigación del cambio climático”, (ii) “adaptación al cambio climático”, (iii) “uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos”, (iv) “transición hacia una economía circular”, (v) “prevención y control de la contaminación” y (vi) “protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas”.
- Segundo, y en consonancia con la visión integradora de la taxonomía, la actividad no ha de causar, en beneficio de uno o varios de los objetivos medioambientales expuestos, perjuicio significativo a los otros.
- Tercero, la actividad debe cumplir las garantías sociales y laborales mínimamente exigibles, esencialmente las establecidas en la Declaración de la Organización Internacional del Trabajo y la Carta Internacional de Derechos Humanos (Romo, 2021).
- Cuarto, la actividad ha de cumplir con los criterios técnicos desarrollados a través de los actos delegados pertinentes. Estos criterios tendrán carácter cuantitativo y crearán umbrales fáciles de medir y comparar.

Por último, el Reglamento 2020/852 reforzó la normativa europea sobre la publicación de información con carácter medioambiental; esto es, el Reglamento (UE) 2019/2088, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros y la Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a la información no financiera. El primero establece normas de transparencia que aplican a todos los participantes y asesores en los mercados financieros, exigiéndoles la integración de los riesgos de sostenibilidad en sus procesos y evaluaciones. La Directiva, por su parte, impone un deber de divulgación de información no financiera a ciertas grandes empresas, que deberán informar sobre el impacto sostenible de su actividad a todos los grupos con ellas vinculados.

III. EL BONO COMO INSTRUMENTO DE FINANCIACIÓN SOSTENIBLE

Alcanzar las metas propuestas en materia de desarrollo sostenible en el periodo previsto para ello requiere de un gran desembolso por parte de todos los agentes implicados; esto es, gobiernos, instituciones financieras, empresas, inversores... Sin ir más lejos, en 2015, con el diseño de los ODS, la ONU advirtió de la necesidad de invertir entre 5 y 7 billones de dólares anuales hasta 2030 para que la implantación de los objetivos resultara exitosa (Vorisek & Yu, 2020). Europa está contribuyendo a alcanzar dicha meta, principalmente con la puesta en marcha del Pacto Verde. Con él, la Comisión Europea (2020) pretende desencadenar inversiones por valor de al menos un billón de euros durante los próximos diez años, en lo que se conoce como la gran “ola de inversión verde”.

En este contexto, las finanzas sostenibles han surgido como un concepto clave en la intersección entre la economía y el desarrollo sostenible (Kumar et al., 2022), capaces de acelerar la transición hacia la neutralidad climática. En concreto, una de las innovaciones financieras más importantes en la materia ha sido el desarrollo de los bonos verdes, los bonos sociales y los bonos vinculados a la sostenibilidad. Estos instrumentos, cuya popularidad durante los últimos diez años no ha hecho más que aumentar, se conciben en la actualidad como los nuevos catalizadores de la sostenibilidad (Maltais & Nykvist, 2020).

1. LOS BONOS VERDES

1.1 Concepto y directrices: el papel de la Climate Bonds Initiative, la Asociación Internacional de Mercados de Capitales y la Comisión Europea

Un bono verde es un tipo de activo fijo similar al bono convencional en estructura financiera –si bien existen ciertas diferencias que serán analizadas posteriormente–, que difiere de este último en el destino de sus ingresos, que será necesariamente la financiación de proyectos con beneficios medioambientales (Reboredo, 2018). Así, mientras los bonos convencionales pueden utilizarse para costear cualquier tipo de proyecto, los ingresos de los bonos verdes tienen un único acomodo: iniciativas que mitiguen el cambio climático, conserven los recursos naturales o protejan la biodiversidad (Chugan et al., 2017).

Como resaltan Cortellini y Panetta (2021), el antecedente más antiguo del bono verde data de julio de 2007, cuando el Banco Europeo de Inversiones (“BEI”), órgano financiero comunitario de la Unión Europea, emitió su primer “Bono de Conciencia Climática” (*Climate Awareness Bond*). En 2008, al BEI le siguió el Banco Mundial, afianzando la emisión de bonos verdes por parte de grandes emisores supranacionales. Estos actores, sin embargo, no contaban con un marco común de referencia que certificara los instrumentos emitidos, lo que seguía generando reticencia entre los inversores a la hora de decidirse por apostar en el sector (World Bank, 2019).

Este estándar llegó en noviembre de 2011, cuando la Iniciativa de Bonos Climáticos (*Climate Bonds Initiative* o “CBI”) –una organización sin ánimo de lucro lanzada con motivo de la COP15 de Copenhague– publicó por primera vez el Estándar de Bonos Climáticos y el Sistema de Certificación (*Climate Bonds Standard and Certification Scheme*) (CBI, 2021). Con el objetivo de “dar preferencia a las inversiones de renta fija para soluciones contra el cambio climático” (CBI, 2021), el Sistema de Certificación asociado al cumplimiento del Estándar de Bonos Climáticos se estableció como una especie de etiqueta verde dirigida, en origen, a proyectos relacionados mayoritariamente con la disminución de emisiones de carbono (Talbot, 2017).

En la actualidad, para conseguir la certificación de bono climático, el emisor debe rellenar un formulario de información, que será evaluado por la Secretaría de la CBI de acuerdo con su particular taxonomía. Ésta incluye cuestiones que se categorizan en ocho grandes grupos: (i) energía, (ii) transporte, (iii) agua, (iv) construcción, (v) uso de la tierra y los recursos marítimos, (vi) industria, (vii) residuos y control de la contaminación y (viii) tecnologías de la información y la comunicación (CBI, 2022). Además, como analiza Rose (2018), se exige de la entidad emisora la contratación de un verificador externo que elabore un “informe de garantía” previo a la emisión en el que se confirme el cumplimiento del Estándar de Bonos Climáticos y el compromiso respecto del destino de los ingresos. Opcionalmente, la entidad podrá solicitar la verificación posterior de este compromiso (“compromiso de garantía”) tras la emisión del instrumento en cuestión.

En origen, el Estándar de Bonos Climáticos no movilizó en masa al sector privado. Como traen a colación Cortellini y Panetta (2021), esta tendencia cambió en 2014, cuando bancos y otras corporaciones irrumpieron en el mercado aupados por la publicación de los Principios de los Bonos Verdes (*Green Bond Principles* o “GBP”) por parte de la

Asociación Internacional de Mercados de Capitales (*International Capital Markets Association* o “ICMA”). Esta publicación pionera de ICMA –una coalición voluntaria y sin ánimo de lucro de bancos, emisores e inversores– dotó al mercado de un conjunto de directrices y recomendaciones no obligatorias a las que los emisores podrían atenerse en el diseño de este tipo de instrumentos (Ma et al., 2020). Con la intención de promover la transparencia y la divulgación –aspectos que contribuirían a la integridad de los mercados de deuda a nivel global–, ICMA creaba un marco común para “apoyar a los emisores en la financiación de proyectos ambientalmente racionales y sostenibles que foment[aran] una economía de cero emisiones netas y prote[gieran] el medio ambiente” (ICMA, 2021a, p. 1).

En la actualidad, el estándar común establecido por ICMA, objeto de revisión periódica para ajustarse al desarrollo en la materia, define los bonos verdes como aquellos en los que “los fondos, o un importe equivalente a los mismos, se aplica[n] exclusivamente para financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad, [p]royectos [v]erdes elegibles, ya sean nuevos y/o existentes (...) y que est[á]n alineados con los cuatro componentes principales de los GBP” (ICMA, 2021a, pp. 2-3). Como se recoge en los GBP y recuerda Jones et al. (2020), el concepto de bono verde engloba, a su vez, los siguientes subtipos:

- Bono verde de uso de fondos (“*use-of-proceeds bond*”): se trata de un bono verde estándar con recurso a todo el balance del emisor. Los ingresos habrán de ser destinados a proyectos medioambientales en el portfolio del emisor.
- Bono de uso de fondos *green revenue* (“*use-of-proceeds revenue bond*”): si bien el uso de fondos deberá ser igual al anterior –esto es, proyectos verdes en el portfolio del emisor–, se diferencia de éste en que es un bono cuyo recurso está limitado al flujo de ingresos pignorado por parte del emisor, no a la totalidad de su balance.
- Bono de proyecto verde (“*project bond*”): este tipo de bono destina las cantidades recaudadas a un proyecto o grupo de proyectos verde específico. Los inversores no tienen contra el emisor recurso ilimitado, sino que éste estará acotado a los activos y balances de los proyectos en cuestión.

- Bono de titulización verde (“*securitized bond*”): se trata de un bono garantizado por uno o más proyectos medioambientales específicos, entre los que se pueden incluir, por ejemplo, las cédulas hipotecarias. Los flujos de efectivo de estos proyectos se utilizan para el reembolso del bono. En línea similar al *project bond*, este tipo de bono tiene recurso limitado al activo garantizado.

Independientemente de su categorización, todos los tipos anteriormente descritos tienen en común su alineamiento con los cuatro componentes de los GBP: (i) el “Uso de los Fondos”, (ii) el “Proceso de Evaluación y Selección de Proyectos”, (iii) la “Gestión de los Fondos” y (iv) la elaboración de “Informes” (ICMA, 2021a, p. 3). A continuación se analiza cada uno de ellos con detenimiento.

En primer lugar, el componente relativo al “Uso de los Fondos” se erige como un cambio de orientación respecto de la inversión tradicional en bonos (Ma et. al, 2020), en base a la cual los inversores suelen centrar su interés en aspectos como las características de la empresa o el cupón que el bono ofrece, no en cómo se emplearán los ingresos recaudados. Para ICMA (2021a), por el contrario, el destino de los fondos es la “piedra angular” sobre la que debe sustentarse la toma de decisiones de inversión (p. 4).

Como se adelantaba en la definición del concepto, los fondos recaudados con la emisión de esta clase de activo deben ir necesariamente destinados a “[p]royectos [v]erdes elegibles” que proporcionen beneficios ambientales claros y cuantificables (ICMA, 2021a, p. 4). En la práctica, estos proyectos suelen traducirse en actuaciones concretas que buscan la promoción y el desarrollo de las siguientes cuestiones ambientales: (i) “energías renovables”, (ii) “eficiencia energética”, (iii) “prevención y control de la contaminación”, (iv) “gestión sostenible de los recursos naturales y uso de la tierra”, (v) “conservación de la biodiversidad terrestre y acuática”, (vi) “transporte limpio”, (vii) “gestión sostenible del agua y de las aguas residuales”, (viii) “adaptación al cambio climático”; (ix) “productos, tecnologías de producción y procesos adaptados a la economía circular (...) y/o productos ecoeficientes certificados” o (x) “edificios ecológicos” (ICMA, 2021a).

En segundo lugar, si la entidad pretende llevar a cabo una emisión alineada con los GBP debe comunicar a sus potenciales inversores: (i) los objetivos de desarrollo sostenible medioambiental que persigue con dicha emisión, (ii) el proceso de evaluación

que ha seguido en la selección de los proyectos elegibles y (iii) cualquier otra información complementaria relativa a la identificación y gestión de los riesgos ambientales relacionados con el destino de los fondos (ICMA, 2021a). En aras de fomentar la transparencia de su estrategia medioambiental, también se alienta a los emisores a contextualizar la financiación del proyecto seleccionado dentro de su actividad empresarial y a informar acerca de su alineamiento con taxonomías oficiales u otros criterios o estándares de certificación generalmente aceptados.

En tercer lugar, para asegurar que efectivamente los ingresos de la emisión son destinados a financiar programas elegibles, los fondos obtenidos –o un importe equivalente a ellos– deben ser depositados en una subcuenta o una sub-cartera de la entidad emisora (ICMA, 2021a). Si esto no fuera posible, en todo caso deberán ser tratados de una manera apropiada e independiente, que asegure el singular destino que tienen asociado. Como establece ICMA (2021a), para esta gestión, que deberá ser objeto de un seguimiento interno, los emisores pueden seguir un enfoque bono –en base al cual los ingresos se administran bono por bono– o un enfoque de cartera –es decir, de forma agregada para varios bonos–.

En cuarto lugar, con respecto al último componente (“Informes”), sea cual sea el enfoque elegido, el emisor debe informar periódicamente a sus inversores sobre la colocación temporal de los fondos, realizando los ajustes necesarios según proceda. Este método de seguimiento debe ser revisado por un auditor externo o una tercera parte independiente (ICMA, 2021a). El informe anual elaborado habrá de incluir los proyectos a los que se han destinado las cantidades recaudadas, incluyendo indicadores cualitativos y cuantitativos sobre el rendimiento del emisor y el impacto generado.

Como cierre, y para evitar el riesgo de auto certificación, ICMA (2021a) recomienda que los emisores designen proveedores de revisión externa que informen y comprueben la alineación con los cuatro componentes analizados.

En el plano europeo, la iniciativa más reciente es la del Grupo de Expertos Técnicos en Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea que, en 2019, publicó un informe en el que recomendaba adoptar una norma voluntaria europea para la emisión de bonos verdes. Esta iniciativa cristalizó en el Estándar de Bonos Verdes de la Unión Europea (*EU Green Bond Standard*), basado en las mejores prácticas de mercado y

compuesto por cuatro elementos fundamentales: (i) el alineamiento con la taxonomía europea, (ii) la publicación de un análisis sobre el objetivo ambiental que se persigue y el uso de fondos que se pretende, (iii) la elaboración de un informe sobre el uso de los ingresos (“informe de asignación”) y sobre el impacto medioambiental de la emisión (“informe de impacto”) y (iv) la verificación externa obligatoria a través de un informe final redactado por una tercera parte independiente (Comisión Europea, 2019).

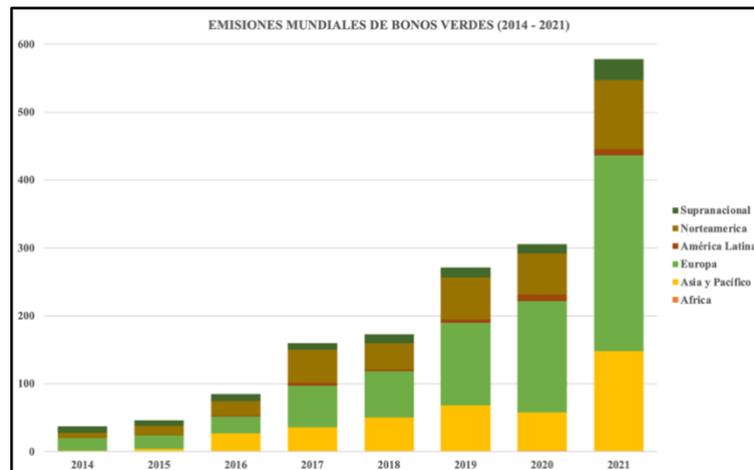


Figura 1. Evolución de emisiones de bonos verdes de distintas regiones entre 2014 y 2021. Cifras expresadas en mil millones de dólares. Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos de CBI (2023).

Todas las directrices hasta ahora analizadas tienen en común que han servido de motor clave para el crecimiento de la figura, cuyos niveles de emisión no han hecho más que aumentar desde su origen, como muestra la Figura 1 arriba. Y ello con la única salvedad del año pasado, en el que las emisiones sufrieron un leve descenso causado, principalmente, por la subida de los tipos de interés. Al ser una cuestión coyuntural, para muchos se trata de un hecho anecdótico sin mayor trascendencia, que nada tiene que ver con el interés y el impacto que tiene este instrumento en el mercado (Ly & Hall, 2023).

Tal y como recuerdan Maltais y Nykvist (2020), los incentivos financieros que impulsan a optar por bonos verdes frente a bonos tradicionales son fácilmente identificables. De una parte, para los inversores resultará suficiente aliciente invertir en un bono verde si éste, además de generar impacto medioambiental positivo, resulta ser un instrumento con mejores rendimientos, mejores beneficios de diversificación o menor riesgo. De otra, las entidades, públicas o privadas, emitirán bonos verdes si con ello pueden acceder a capital a través de una vía más accesible o menos costosa. A raíz de

esta reflexión, en el presente apartado del Trabajo se analizarán dos cuestiones de gran calado práctico: (i) la fijación del precio de los bonos verdes y, por consiguiente, su posible mayor o menor rentabilidad y (ii) su impacto, positivo o negativo, en el valor de negocio del emisor.

1.2 Los bonos verdes frente a los bonos tradicionales: sobre la existencia de *greenium*

En lo relativo a la primera cuestión, recuerdan Cheong y Choi (2020) que un asunto controvertido en la literatura financiera sobre la estrategia empresarial de “hacerlo bien haciendo el bien” (*doing well by doing good*) es si existe una prima asociada a instrumentos sostenibles con potencial para influir en la fijación de su precio. Esta prima, que recibe el nombre de *greenium*, podría definirse (i) bien como el mayor (o menor) precio que los inversores están dispuestos a pagar por este tipo de activo (Cortellini & Panetta, 2021), (ii) bien como el diferencial de rendimiento que puede existir entre un bono verde y su contraparte convencional tras realizar los ajustes necesarios de diferencias de liquidez (Zerbib, 2019). Principalmente, aunque con ligeros desacuerdos numéricos, existen dos corrientes de pensamiento al respecto.

El primer grupo de teorías es el que defiende la existencia de una prima de precio que los inversores están dispuestos a pagar por contribuir a la mejora del medioambiente. Así, la prima de los valores verdes es el resultado de la disposición de los inversores a intercambiar riqueza por beneficios medioambientales; es decir, a aceptar un rendimiento más bajo del que obtendrían en caso de invertir en un bono convencional a cambio de marcar una diferencia climática (Ma et al., 2020). Esta teoría es respaldada por estudios empíricos y teóricos como los realizados, entre otros, por Zerbib (2019), Kapraun y Scheins (2019) o Gianfrate y Peri (2019). Exponemos a continuación, a fines ilustrativos, sus principales averiguaciones.

Zerbib (2019) concluyó, a través de un método de emparejamiento de bonos verdes con sus homólogos convencionales, que las preferencias medioambientales de los inversores generaban una prima de -2 puntos básicos. Es decir, de acuerdo con la muestra recogida para su análisis (bonos emitidos entre julio de 2013 y diciembre de 2017), los rendimientos de los bonos verdes resultaban ser, de media, 2 puntos básicos inferiores a los de sus bonos tradicionales emparejados. A la luz de su estudio, Zerbib (2019) animaba

a los emisores a “beneficiarse de una ampliación de su base de tenedores de bonos a través de esta clase de activos, especialmente en el caso de los bonos financieros y de baja calificación” (p. 51), pues estos últimos resultaban tener una prima incluso más pronunciada.

Con una muestra más amplia y significativa (1.500 bonos verdes y 20.000 bonos no verdes), Kapraun y Scheins (2019), por su parte, trataron de manera singular el comportamiento de los bonos verdes en el momento de la emisión y, posteriormente, durante su negociación en el mercado secundario. En el mercado primario concluyeron que la predisposición de los inversores a pagar precios más altos por los bonos verdes dependía, en esencia, de la credibilidad de su etiqueta verde. Así, los inversores parecían aceptar rendimientos 14 puntos básicos más bajos por “bonos denominados en euros, emitidos por un gobierno o una entidad supranacional, o por grandes bonos corporativos con una certificación externa de sus credenciales verdes” (p. 29). Esta prima, sin embargo, parecía desaparecer en el mercado secundario, donde la negociación constante reducía significativamente el diferencial de rendimiento apreciado en un primer momento.

La importancia de la certificación y verificación externa en la estimación de la prima positiva fue traída también a colación por Gianfrate y Peri (2019), que en su trabajo documentaron una prima verde de aproximadamente 17 puntos básicos. En este sentido, ante el interés de los inversores por financiar proyectos verdes, alentaban a los emisores a aprovecharse de la posibilidad de “satisfacer las peticiones de los clientes sensibles a las cuestiones relacionadas con el medio ambiente” (p. 132) a la vez que accedían a capital de una forma más barata. Y ello, porque el ahorro financiero del que podían beneficiarse, en la franja de 15 a 21 puntos básicos, era superior a los costes necesarios para conseguir una certificación verde, que estimaban en 0,1 puntos básicos. Si bien otros autores difieren en sus estimaciones, la conclusión sigue siendo la misma: a la larga, la certificación verde resulta rentable para los emisores, pues los inversores están dispuestos a pagar más por una divulgación no financiera creíble y validada (Dorfleitner et al., 2021).

El segundo grupo de teorías presenta resultados opuestos, concluyendo que la novedad del instrumento y el riesgo que éste puede acarrear como consecuencia permiten que los bonos verdes ofrezcan rendimientos más altos o una mayor rentabilidad esperada. Como destacan Reed et al. (2019), el sostener que no existe *greenium* podría deberse a que los inversores perciben en los instrumentos verdes un riesgo añadido que no aprecian

en los convencionales. Por este motivo, a la hora de invertir en ellos, buscan hacerlo a un menor precio o, por lo menos, con previsiones de verse recompensados con una mayor rentabilidad.

Esta postura es sostenida por autores como Karpf y Mandel (2017), Partridge y Medda (2018) o Bachelet et al. (2019). Los primeros defendieron que los bonos verdes tenían que pagar una rentabilidad más alta –valorada en 7 puntos básicos aproximadamente – que los bonos convencionales porque el mercado los valoraba de forma menos favorable que sus homólogos no verdes. Esta mayor rentabilidad también fue expuesta por Partridge y Medda (2018), que, analizando índices de bonos en el periodo de 2014 a 2017, concluyeron que los instrumentos verdes presentaban un rendimiento superior a los convencionales; concretamente, tenían una tasa de crecimiento anual de 4,5% frente al 3% convencional. Bachelet et al. (2019), por su parte, fueron más allá, argumentando que los bonos verdes no solo gozaban de rendimientos más altos, sino también de mayor liquidez y menor volatilidad que sus contrapartes tradicionales.

1.3 Los bonos verdes frente a los bonos tradicionales: sobre el efecto en el *firm value*

En lo relativo a la segunda cuestión, sobre el posible impacto que tiene la emisión de este tipo de activos en el valor de negocio de la entidad emisora, se pretende hacer un análisis sobre hasta qué punto puede ser conveniente para un emisor optar por la alternativa verde en la captación de recursos. Como recuerdan Barua y Chiesa (2019) al citar a Hamilton y Eriksson (2011), las empresas cada vez parecen más dispuestas a aumentar su valor real a través de la creación de una “imagen verde”, pero hay debate acerca de si la emisión de este tipo de productos conlleva necesariamente un *firm value* superior.

A fin de cuentas, salvo la limitación en el uso de los ingresos establecida para los bonos verdes, éstos son relativamente similares en estructura a los convencionales; es decir, a priori, no debería existir un incremento de valor significativo a raíz de su emisión (Cheong & Choi, 2020). Al respecto, en la literatura financiera se pueden distinguir dos corrientes divergentes. De una parte, hay quienes defienden que la limitación impuesta al destino de los ingresos obtenidos conlleva necesariamente una restricción en el abanico de posibilidades de inversión y de decisiones de financiación de la empresas. En este

sentido Lebellet et al. (2020) sostienen que el anuncio de la emisión de bonos verdes puede ser entendido por los inversores como un viraje en la estrategia de la sociedad para hacerla más sostenible, lo que trae consigo un factor de incertidumbre sobre si este nuevo modelo de negocio seguirá siendo tan rentable como hasta ahora ha demostrado. Esta reticencia del mercado al cambio podría hacer que se revisaran a la baja las expectativas de crecimiento y rentabilidad de la entidad emisora.

De otra, hay quienes defienden que la apuesta por bonos verdes puede aumentar el valor de negocio de la entidad emisora y ello a través de tres vías: (i) el compromiso con la sostenibilidad a largo plazo, (ii) la reducción del coste de capital y (iii) la rentabilidad derivada de la inversión en proyectos ecológicos. Respecto de la primera cuestión, como recogen Kuchin et al. (2019) o Flammer (2021), el mercado responde positivamente ante los anuncios de emisión de bonos verdes, pues los concibe como una señal de compromiso firme de la empresa por crear valor a largo plazo y mejorar sus resultados medioambientales, haciendo que ésta resulte más atractiva para los inversores sensibles con este tipo de cuestiones.

Respecto de la segunda, autores como Zhang et al. (2021) sostienen que las emisiones de bonos verdes reducen el coste de capital de las entidades que las llevan a cabo a través de: (i) la reducción del efecto de asimetría de la información, (ii) la mejora de la liquidez de los bonos y (iii) la disminución del riesgo percibido de los emisores. En la misma línea se pronuncian todos aquellos autores –a los que antes se hacía referencia– que defienden la existencia de una prima en base a la cual los inversores, recibiendo una rentabilidad inferior, están dispuestos a pagar un precio mayor por los bonos verdes. Respecto de la última cuestión, Cheong y Choi (2020) afirman que, puesto que los proyectos verdes generan un VAN positivo superior y una mayor seguridad, el destinar fondos a financiarlos se traduce en una mayor rentabilidad y creación de valor a largo plazo.

1.4 Los bonos verdes emitidos por empresas españolas actualmente en circulación

En el presente apartado, las cuestiones teóricas analizadas hasta ahora toman un cariz práctico con el estudio de los bonos verdes actualmente en circulación emitidos por

empresas españolas del sector privado⁹. En concreto, se busca examinar la existencia de posibles diferencias de rendimiento entre estos bonos y los convencionales. El hecho de que no se lleve a cabo un análisis histórico –esto es, con datos de activos anteriores, ya vencidos– se fundamenta en el objetivo perseguido: entender el estado actual de la cuestión y obtener una visión de conjunto del presente mercado de deuda verde. Para ello, se han extraído datos de la plataforma de inversión Bloomberg, depurándolos según se consideró necesario –como se explicará más adelante– hasta obtener información relativa al cupón y la madurez de los bonos emitidos por empresas de nuestro país.

Así, para minimizar cualquier desviación que pudiese surgir por factores externos como el riesgo de crédito, se ha construido una muestra de bonos verdes y convencionales emparejados de tal forma que fuesen lo más similares posibles. Se ha buscado que ambos conjuntos de bonos tengan el mismo emisor¹⁰, tipo de cupón, moneda (en este caso, euros) y una diferencia máxima de vencimiento de cinco años¹¹. Este emparejamiento ha conducido al descarte de ciertas entidades que, o bien han emitido bonos verdes recientemente, pero no han hecho lo propio con bonos convencionales; o bien, han emitido bonos verdes a perpetuidad, limitando por tanto las posibilidades de comparación. No obstante lo anterior, se incluye al presente Trabajo como **Anexo I**, y en base a datos de Bloomberg, un listado con todas las empresas del sector que tienen actualmente en circulación bonos de este tipo, independientemente de su volumen o de la existencia de bonos convencionales con los que emparejarlos.

La revisión numérica que a continuación se emprende se centrará en aquellas empresas españolas con actividad emisora suficiente en el mercado de renta fija verde como para poder extraer conclusiones sólidas¹². Este análisis, además, se hará atendiendo a su sector de pertenencia, lo que permitirá obtener una visión de conjunto sobre el posicionamiento de cada empresa emisora frente a su competencia.

⁹ Por las especiales normas que rigen su razón de ser y funcionamiento interno, no se prestará atención a otros emisores públicos como la Comunidad de Madrid o el Instituto de Crédito Oficial, agentes, por lo demás, muy activos en el mercado de deuda verde.

¹⁰ Por la expresión “mismo emisor”, se contempla también la posibilidad de comparar dos empresas que, aun siendo estrictamente diferentes, pertenecen al mismo grupo empresarial.

¹¹ Así, en la muestra de bonos verdes se identificará el bono con el menor y el mayor vencimiento. Al rango resultante se añadirá un margen de +/- 5 años para el estudio de los bonos convencionales.

¹² Se exige que la entidad tenga actualmente en circulación al menos dos remesas de bonos verdes. Ello se toma como un indicativo de: (i) una trayectoria lo suficientemente asentada como para extraer conclusiones al respecto y (ii) un compromiso firme con la sostenibilidad.

1.4.1 Análisis del sector financiero español

En lo que respecta al sector financiero español, se analizan las emisiones de: (i) Abanca Corporación Bancaria, S.A. (“**Abanca**”); (ii) Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (“**BBVA**”); (iii) Banco de Sabadell, S.A. (“**Banco Sabadell**”); (iv) Banco Santander, S.A. (“**Banco Santander**”); (v) CaixaBank, S.A. (“**CaixaBank**”); y (vi) Unicaja Banco, S.A. (“**Unicaja Banco**”).

▪ **Abanca**

Abanca, una de las entidades más sólidas del sector financiero español, entró en el mercado de deuda verde en septiembre de 2021 por primera vez, cuando emitió un bono sénior preferente a seis años por importe de 500 millones de euros y con un cupón del 0,500%. Esta emisión se vio enormemente respaldada por el mercado, pues la demanda llegó a superar el triple del importe emitido (Abanca, 2021b). Un año más tarde, Abanca cerró una operación prácticamente idéntica, con la emisión de un bono sénior preferente a seis años por importe de 500 millones de euros y un cupón anual del 5’250%. La demanda superó, esta vez, el doble del importe total emitido (Abanca, 2022).

ABANCA CORPORACIÓN BANCARIA, S.A.			
Cupón	Vencimiento	Volumen emisión	Rating
0,500	08/09/2027	500.000.000	BBB-
5,250	14/09/2028	500.000.000	BBB-
Cupón verde medio (%)		2,875	
Cupón convencional medio (%)		3,406	
Prima (bps)		-53,050	

Tabla 1. Bonos verdes de Abanca actualmente en circulación.
Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).

Así, como se observa en la Tabla 1, con un importe total en circulación de 1.000 millones de euros, los bonos verdes de Abanca presentan un cupón medio de 2,875%. El cupón medio de sus bonos convencionales –calculado de un total de 4 bonos actualmente en circulación¹³– asciende a 3,406%, demostrando la existencia de una prima *greenium* de -53,050 puntos básicos. Como se analizó en la exposición teórica del bloque, y demuestra la demanda del instrumento, ello implica que los inversores están dispuestos a renunciar a parte de rentabilidad a cambio de un impacto climático positivo.

¹³ El número de bonos convencionales emitidos por una empresa hace referencia a la cantidad de bonos convencionales de los que se tiene toda la información. Esto es, se eliminan aquellos que en la plataforma Bloomberg se mostraban faltos de datos suficientes como para extraer conclusiones sobre su rendimiento y/o vencimiento.

Los ingresos obtenidos a raíz de ambas emisiones, que recibieron un *rating* de BBB- por parte de la agencia de calificación Fitch, están siendo gestionados en el marco del “Plan de acción de Banca Responsable y Sostenible” de la entidad, mediante el cual la sociedad busca alcanzar la neutralidad en carbono en su actividad para 2024, así como poder ofrecer una alternativa financiera sostenible de todos sus productos. En concreto, los fondos han sido destinados a proyectos relacionados con la eficiencia energética y la sostenibilidad de los edificios de los que Abanca dispone (Abanca, 2021a).

- **BBVA**

La primera de las emisiones del banco bilbaíno, concebido como uno de los más sólidos en materia de producto sostenible, estuvo enmarcada en su plan de cumplimiento de los ODS. Fue llevada a cabo en mayo de 2018 por un nominal de 1.000 millones de euros y supuso la emisión de mayor volumen realizada hasta la fecha por un banco de la zona euro. El bono emitido, sénior no preferente con un cupón anual de 1,375% y un vencimiento a 7 años, consagró a BBVA como el primer banco español en apostar por esta clase de activo. La apuesta fue bien recibida en el mercado, con una demanda que triplicó el nominal emitido (BBVA, 2018).

A esta operación le siguieron otras dos similares poco tiempo después. La segunda se produjo en junio de 2019, cuando la entidad emitió deuda verde sénior no preferente por importe de 1.000 millones de euros, con un cupón anual del 1% y vencimiento a 7 años (BBVA, 2019). La tercera y más reciente¹⁴, en octubre de 2022, ha sido la emisión de un bono verde sénior preferente por un valor nominal de 1.250 millones de euros, un cupón anual de 4,375% y un vencimiento a 7 años. Hasta la fecha, se trata de la emisión mejor valorada por Fitch, con un *rating* de A- (BBVA, 2022a).

Como se adelantaba, las tres emisiones se entienden comprendidas en el marco de la estrategia de cambio climático y desarrollo sostenible de BBVA. Su particular “Compromiso 2025” busca financiar proyectos relacionados con los ODS números 7, 9, 11, 12 y 13; esto es, con las energías renovables, la eficiencia energética en industria e infraestructuras, la producción y el consumo responsables o la gestión de residuos. En última instancia, y con el propósito de llevar a cabo al menos una emisión sostenible por

¹⁴ Se omite del análisis la emisión de unos bonos perpetuos contingentemente convertibles, más conocidos como “CoCos”, que realizó la entidad en 2020, pues su carácter de perpetuidad les invalida para la comparación con bonos convencionales.

año, la entidad pretende movilizar más de 100.000 millones de euros en financiación verde hasta 2025 y reducir en un 30% las emisiones de su cartera de petróleo antes de que acabe la década (BBVA, 2021a).

BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.			
<i>Cupón</i>	<i>Vencimiento</i>	<i>Volumen emisión</i>	<i>Rating</i>
1,375	14/05/2025	1.000.000.000	BBB
1,000	21/06/2026	1.000.000.000	BBB+
4,375	14/10/2029	1.250.000.000	A-
Cupón verde medio (%)			2,250
Cupón convencional medio (%)			2,610
Prima (bps)			-36,013

Tabla 2. Bonos verdes de BBVA actualmente en circulación.
Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).

En lo que respecta a la comparación de este tipo de bonos con sus contrapartes convencionales, destaca una prima *greenium* de -36,013 puntos básicos, resultado de contrastar el cupón verde medio de 2,250% con el presentado por 40 bonos “marrones” de la entidad, que asciende a 2,610%. Así las cosas, los bonos verdes de BBVA tienen un comportamiento similar a los de Abanca, demostrando que, de una parte, el coste de capital es inferior al que se deriva de la emisión de bonos convencionales y, de otra, que la entidad no tiene que ofrecer un cupón superior para atraer inversores. Sin ir más lejos, en su última emisión la demanda del instrumento alcanzó los 1.900 millones de euros, lo que se traducía en 1,5 veces el volumen ofertado (BBVA, 2022a).

▪ Banco Sabadell

Banco Sabadell, actualmente el cuarto banco español por número de activos, ha centrado sus esfuerzos en la financiación de proyectos relacionados con las energías renovables a través de emisiones como las que se recogen en la Tabla 3 (Banco Sabadell, 2023). En septiembre de 2020 se produjo la primera de ellas; concretamente, la de un bono verde sénior preferente con un cupón de 1,125% y un volumen total que ascendió a los 500 millones de euros. La apuesta de Banco Sabadell tuvo éxito en el mercado, con una sobredemanda que superó en casi siete veces el nominal de la emisión (Banco Sabadell, 2020).

Como se avanzaba, a esta primera colocación se sumaron otras similares posteriormente, consolidando un cupón verde medio que asciende en la actualidad a 2,580%. Todas ellas tienen en común el destino de los fondos recaudados, que han permitido la financiación de proyectos relacionados con el ODS número 7; esto es,

relacionados con la reducción de gases efecto invernadero, la prevención de la contaminación o la adaptación al cambio climático (Banco Sabadell, 2023).

BANCO DE SABADELL, S.A.			
Cupón	Vencimiento	Volumen emisión	Rating
2,625	24/03/2026	750.000.000	BBB-
1,125	11/03/2027	500.000.000	BBB
0,875	16/06/2028	500.000.000	BBB-
5,125	10/11/2028	750.000.000	BBB+
3,150	30/03/2037	120.000.000	-
Cupón verde medio (%)			2,580
Cupón convencional medio (%)			2,556
Prima (bps)			2,408

Tabla 3. Bonos verdes de Banco Sabadell actualmente en circulación.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).

Frente al cupón verde medio anual señalado, los bonos convencionales de Banco Sabadell presentan un cupón convencional medio –calculado en base a la rentabilidad de 39 de sus bonos tradicionales– que ronda el 2,556%. La diferencia entre ambos arroja una prima que, aunque positiva de 2,408 puntos básicos, es relativamente inferior a la que presentan sus competidores. De ello podrían extraerse dos conclusiones: (i) los inversores de Banco Sabadell buscan el beneficio ecológico y la rentabilidad económica, sin querer sacrificar ninguno de los dos aspectos y (ii) los bonos convencionales y sostenibles de la entidad se comportan de una forma casi idéntica, sin que ésta pueda beneficiarse de un menor coste de capital.

▪ **Banco Santander**

Banco Santander, el banco que ocupó recientemente el cuarto puesto entre las 25 entidades europeas y norteamericanas mejor situadas en materia de sostenibilidad, presenta un compromiso actual por captar más de 120.000 millones de euros en financiación verde hasta 2025 (Banco Santander, 2021). En esta línea, Banco Santander ha puesto en circulación recientemente tres bonos verdes con un volumen de emisión total que alcanza los 3.000 millones de euros y un cupón verde medio anual de 0,638%.

La primera de las colocaciones, en octubre de 2019, se tradujo en la emisión de un bono verde sénior preferente con vencimiento a 7 años y cupón anual de 0,30%. La figura atrajo una demanda superior en 5,5 veces a la esperada en un inicio y el banco abogó por realizar al menos una emisión verde al año (Banco Santander, 2019). El compromiso cristalizó casi un año después, en junio de 2020, con la segunda emisión por

importe de otros 1.000 millones de euros. En este caso, se trató de un bono verde sénior no preferente que ofrecía un cupón anual del 1,125% (Banco Santander, 2020). Por su parte, la última emisión hasta la fecha, en junio de 2021, es idéntica a la anterior en nominal y forma, pero se diferencia con un vencimiento a 8 años y un cupón anual del 0,625%. La demanda de este producto alcanzó los 2.800 millones de euros, casi triplicando el nominal (Banco Santander, 2022).

Los fondos recaudados con estas tres emisiones han sido gestionados en el marco del *Global Sustainable Funding Framework* de Banco Santander, diseñado para cumplir con los GBP de ICMA. En este sentido, los ingresos han sido destinados, en su mayoría, a costear proyectos verdes elegibles relacionados con los ODS números 7 y 13; en concreto, se han empleado en la financiación y refinanciación de préstamos relacionados con las energías renovables de tipo solar y eólico (Banco Santander, 2022).

BANCO SANTANDER, S.A.			
<i>Cupón</i>	<i>Vencimiento</i>	<i>Volumen emisión</i>	<i>Rating</i>
0,300	04/10/2026	1.000.000.000	A
1,125	23/06/2027	1.000.000.000	BBB+
0,625	24/06/2029	1.000.000.000	BBB+
Cupón verde medio (%)		0,683	
Cupón convencional medio (%)		2,049	
Prima (bps)		-136,580	

Tabla 4. Bonos verdes de Banco Santander actualmente en circulación.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).

Como muestra la Tabla 4, frente al cupón convencional medio anual –estimado en 2,049% y calculado en base a una muestra de 139 bonos no sostenibles–, los bonos verdes de Banco Santander se ponen en circulación con una prima *greenium* de -136,580 puntos básicos. Se refuerzan, por tanto, las ideas ya destacadas con anterioridad en los casos de Abanca y BBVA; es decir, que Banco Santander se beneficia de una captación de capital a menor coste y que sus inversores están dispuestos a sacrificar parte de su rentabilidad a cambio de generar un impacto climático positivo.

- **CaixaBank**

Con cinco bonos verdes en euros actualmente en circulación (como muestra la Tabla 5), CaixaBank es la entidad financiera líder en este tipo de instrumentos. El cupón verde medio de estas emisiones –que han alcanzado un volumen total de 5.000 millones de euros– asciende a 2,250%, resultado de ciertas rebajas que CaixaBank se ha permitido realizar ante la demanda con la que fueron recibidos estos productos en el mercado (CaixaBank, 2023). La existencia de una prima de -39,110 puntos básicos –resultado de la diferencia entre el cupón verde medio y el convencional, calculado éste según una muestra de 60 bonos tradicionales– consolida esta tendencia: la alta demanda por productos verdes permite que éstos se emitan con una rentabilidad más baja, abaratando, por tanto, el coste de capital de quien los emite.

CAIXABANK, S.A.			
<i>Cupón</i>	<i>Vencimiento</i>	<i>Volumen emisión</i>	<i>Rating</i>
0,375	18/11/2026	1.000.000.000	BBB
0,500	09/02/2029	1.000.000.000	BBB
3,750	07/09/2029	1.000.000.000	A-
5,375	14/11/2030	1.000.000.000	BBB
1,250	18/06/2031	1.000.000.000	BBB-
Cupón verde medio (%)		2,250	
Cupón convencional medio (%)		2,641	
Prima (bps)		-39,110	

*Tabla 5. Bonos verdes de CaixaBank actualmente en circulación.
Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).*

A través de estas emisiones, CaixaBank pretende contribuir a una sostenibilidad medioambiental basada en la reducción de gases de efecto invernadero, la prevención de la contaminación y la adaptación al cambio climático. En concreto, los fondos recaudado han ido destinados a financiar proyectos medioambientales relacionados con los ODS números 7 y 9, relativos a la energía asequible y no contaminante y a la industria e infraestructuras sostenibles (CaixaBank, 2023).

- **Unicaja Banco**

Hasta la fecha, Unicaja Banco ha realizado dos emisiones de bonos verdes, ambas en 2022. La primera de ellas, en junio, fue de un bono verde sénior preferente con un cupón de 4,5% y un volumen nominal que ascendió a los 500 millones de euros (Unicaja Banco, 2022b). La segunda, en noviembre, fue de un bono sénior no preferente con un cupón superior al anterior, 7,250%, pero un volumen de emisión idéntico (Unicaja Banco,

2022c). Así las cosas, estos dos bonos, que presentan un cupón medio de 5,875%, arrojan una prima positiva de 284,375 puntos básicos en comparación con los bonos convencionales de la entidad, que gozan de un cupón medio de 3,031%. Unicaja Banco se presenta, de esta manera, como el banco español con la mayor prima positiva del sector.

En la práctica, ello conlleva que el coste de su deuda con la emisión de bonos verdes es superior del que resultaría del recurso a bonos “marrones” y que, en esencia, sus inversores no están dispuestos a pagar un precio más alto o recibir una menor rentabilidad a cambio del impacto medioambiental positivo que la entidad promete. Una de las razones de ello, como se explicó en el marco teórico de este tipo de instrumentos, podría ser la falta de certificación de estos instrumentos y su consecuente falta de *rating*. Unicaja demuestra, por tanto, que la teoría de que los inversores se muestran más reacios a invertir en títulos de deuda verde no certificados es cierta.

UNICAJA BANCO, S.A.			
<i>Cupón</i>	<i>Vencimiento</i>	<i>Volumen emisión</i>	<i>Rating</i>
4,500	30/06/2025	500.000.000	-
7,250	15/11/2027	500.000.000	-
Cupón verde medio (%)			5,875
Cupón convencional medio (%)			3,031
Prima (bps)			284,375

Tabla 6. Bonos verdes de Unicaja Banco actualmente en circulación.
Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).

Con respecto al destino de los fondos recaudados, en su marco para bonos verdes, Unicaja Banco destaca su apuesta por la financiación de proyectos alineados con los objetivos medioambientales de la Unión Europea de adaptación y mitigación del cambio climático. Concretamente, los fondos recaudados han sido redirigidos a iniciativas climáticas vinculadas con los ODS números 7, 11 y 13. En otras palabras, los ingresos han permitido el desarrollo de iniciativas de generación de electricidad renovable y de construcción y renovación de edificios “verdes” con una marcada estrategia de eficiencia energética (Unicaja Banco, 2022a).

- **Conclusiones del sector**

En definitiva, el sector financiero español se beneficia, en la actualidad, de una prima *greenium* generalizada, cuya existencia abre la puerta al recurso frecuente de este tipo de instrumentos. Así, salvo en el caso de Banco Sabadell y Unicaja Banco –que presentan una prima positiva–, el resto de entidades financieras disfrutan de un acceso más barato a financiación, destacando entre todas ellas Banco Santander, con la prima negativa más pronunciada del sector. Conviene resaltar, igualmente, el volumen de bonos verdes actualmente en circulación emitidos por bancos españoles, que alcanza la cifra de 15.870 millones de euros en total.

SECTOR FINANCIERO ESPAÑOL		
<i>Entidad</i>	<i>Volumen emitido</i>	<i>Prima verde</i>
ABANCA CORPORACIÓN BANCARIA, S.A.	1.000.000.000,00	-53,050
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	3.250.000.000,00	-36,013
BANCO DE SABADELL, S.A.	2.620.000.000,00	2,580
BANCO SANTANDER, S.A.	3.000.000.000,00	-136,580
CAIXABANK, S.A.	5.000.000.000,00	-39,110
UNICAJA BANCO, S.A.	1.000.000.000,00	284,375

*Tabla 7. Tabla comparativa de bonos verdes del sector financiero español.
Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).*

1.4.2 Análisis del sector energético y de infraestructuras español

En este sector, en el que se mantiene la exigencia de una trayectoria sólida en la emisión de bonos verdes, se analizan los títulos de deuda verde emitidos por: (i) Acciona Energía, S.A. (“**Acciona Energía**”); (ii) Iberdrola, S.A. (“**Iberdrola**”) y (iii) Red Eléctrica, S.A. (“**Red Eléctrica**”).

- **Acciona Energía**

Acciona, S.A., entidad dedicada a la promoción y gestión de infraestructuras y energías renovables, tiene en la actualidad dos bonos verdes en circulación emitidos a través de su filial sostenible: Acciona Energía. Estos bonos, cada uno con un volumen de emisión de 500 millones de euros y una calificación crediticia de BBB por parte de la agencia de *rating* Fitch, presentan un cupón verde medio de 0,875% que se desglosa tal y como muestra la Tabla 8.

La primera emisión, la del bono de cupón anual de 0,375% y vencimiento en 2027, se llevó a cabo en septiembre de 2021 y experimentó una sobredemanda de 5 veces su volumen nominal (Acciona, 2021). En enero de 2022, la segunda emisión –la de un bono

verde con una rentabilidad anual de 1,375% y vencimiento en 2032– tuvo una demanda superior en 4 veces a su volumen inicial (Acciona, 2022). En comparación con el cupón tradicional medio anual de la compañía, que se ha calculado utilizando una muestra de 8 bonos convencionales, existe una prima *greenium* de -44,988 puntos básicos. La existencia de esta prima –que pone de manifiesto la oportunidad de la que dispone Acciona de acceder a capital más barato–, junto con la gran acogida que tuvo el instrumento, ha consolidado los planes de Acciona Energía de convertirse en un emisor recurrente.

ACCIONA ENERGÍA, S.A.			
Cupón	Vencimiento	Volumen emisión	Rating
0,375	07/10/2027	500.000.000	BBB
1,375	26/01/2032	500.000.000	BBB
Cupón verde medio (%)			0,875
Cupón convencional medio (%)			1,325
Prima (bps)			-44,988

Tabla 8. Bonos verdes de Acciona Energía actualmente en circulación.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).

Sobre el uso de los fondos, la entidad se comprometió en el momento de la emisión a destinarlos a la financiación de proyectos en el contexto de su Marco de Financiación Verde. En particular, con estos ingresos se han financiado iniciativas de adaptación al cambio climático relacionadas con: (i) la energía renovable, (ii) el saneamiento y acceso a agua, (iii) la movilidad sostenible y (iv) la economía circular (Acciona, 2023).

- **Iberdrola**

En la actualidad, Iberdrola se erige como una de las compañías líderes a nivel mundial en financiación sostenible con 11 bonos verdes en circulación. El cupón verde medio que éstos presentan asciende a 1,414%; que, respecto del cupón convencional medio de 2,294% –calculado según 14 bonos no sostenibles de la compañía–, supone una prima de -88,072 puntos básicos. La conclusión a la que se llega tras este análisis numérico es idéntica a las anteriores: con la emisión de productos verdes Iberdrola accede a un capital, de media, más barato y demandado en el mercado. Este último extremo demuestra, como ya se ha analizado, que los inversores están dispuestos a renunciar a parte de la rentabilidad en favor de un impacto climático positivo.

IBERDROLA, S.A.			
Cupón	Vencimiento	Volumen emisión	Rating
1,000	07/03/2024	750.000.000	BBB+
1,000	07/03/2025	1.000.000.000	BBB+
0,875	16/06/2025	30.000.000	BBB+
0,375	15/09/2025	700.000.000	BBB+
1,125	21/04/2026	1.000.000.000	BBB+
1,25	28/10/2026	750.000.000	BBB+
1,250	13/09/2027	750.000.000	BBB+
0,800	07/12/2027	-	BBB+
3,125	22/11/2028	750.000.000	BBB+
1,375	11/03/2032	1.000.000.000	BBB+
3,375	22/11/2032	750.000.000	BBB+
Cupón verde medio (%)		1,414	
Cupón convencional medio (%)		2,294	
Prima (bps)		-88,072	

*Tabla 9. Bonos verdes de Iberdrola actualmente en circulación.
Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).*

Los fondos que se han recaudado a raíz de las emisiones enunciadas en la Tabla 9 han permitido la financiación y refinanciación de proyectos relacionados con el *Framework for Green Financing* de Iberdrola. En concreto, los ingresos se han destinado a los siguientes objetivos: (i) la contribución a un más generalizado acceso a la energía – a través de redes de transporte o una mejor conexión de fuentes renovables–, (ii) la mejora de la capacidad renovable a través de actuaciones encaminadas a la consecución de energía renovable y (iii) la búsqueda de eficiencia energética, entre otros (Iberdrola, 2023).

▪ **Red Eléctrica**

En octubre de 2019, Red Eléctrica publicó su Marco Verde de Financiación con el objetivo de apostar por productos financieros alineados con los GBP de ICMA. Esta apuesta se concretó en enero de 2020, cuando la entidad emitió un bono verde con un cupón de 0,375% pagadero anualmente. La acogida del mercado superó en seis veces el nominal emitido, que ascendió a 700 millones de euros (Red Eléctrica, 2020). Un año más tarde, en mayo de 2021, Red Eléctrica apostó de nuevo por este tipo de instrumento, emitiendo 600 millones de euros de un bono verde con cupón anual de 0,5% (Red Eléctrica, 2021).

El cupón verde medio de los bonos de Red Eléctrica asciende a 0,438% que, comparado con el cupón medio de 1,509% de los bonos convencionales, presenta una prima de -107,136 puntos básicos. Las conclusiones son idénticas a las de casos anteriores: la sociedad tiene una vía de acceso a capital más barato y los inversores están

dispuestos a pagar un suplemento en el precio por el impacto que estos instrumentos pueden llegar a generar.

RED ELÉCTRICA, S.A.			
<i>Cupón</i>	<i>Vencimiento</i>	<i>Volumen emisión</i>	<i>Rating</i>
0,375	24/07/2028	700.000.000	A-
0,500	24/05/2033	600.000.000	A-
Cupón verde medio (%)		0,438	
Cupón convencional medio (%)		1,509	
Prima (bps)		-107,136	

Tabla 10. Bonos verdes de Red Eléctrica actualmente en circulación.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).

Los ingresos obtenidos a raíz de estas emisiones han ido destinados, principalmente, a financiar proyectos relacionados con la energía asequible y no contaminante (ODS número 7) y con la acción por el clima (ODS número 13). En concreto, la mayoría de iniciativas han ido encaminadas al incremento de la producción de energías renovables (Red Eléctrica, 2023).

▪ Conclusiones del sector

Este sector, al contrario que el financiero, presenta en todo caso una prima *greenium* negativa, lo que demuestra un acceso más barato a capital y la aceptación, entre los inversores, del pago de un precio más alto a cambio de generar un impacto medioambiental positivo. Iberdrola se presenta como líder indiscutible en volumen emitido, superando con creces los niveles de sus competidores. Ello no le garantiza, sin embargo, la prima de emisión más abultada, beneficio que le corresponde a Red Eléctrica. En todo caso, el mercado de bonos verdes en el sector, si bien podría pensarse más enraizado por la naturaleza de su negocio, presenta menos agentes y menor volumen que el sector financiero, por lo que todavía existe un margen de desarrollo fácilmente explotable.

SECTOR ENERGÉTICO Y DE INFRAESTRUCTURAS ESPAÑOL		
<i>Entidad</i>	<i>Volumen emitido</i>	<i>Prima verde</i>
ACCIONA ENERGÍA, S.A.	1.000.000.000,00	-44,988
IBERDROLA, S.A.	7.480.000.000,00	-88,072
RED ELÉCTRICA, S.A.	1.300.000.000,00	-107,136

Tabla 11. Tabla comparativa de bonos verdes del sector energético y de infraestructuras español.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).

2. LOS BONOS SOCIALES

2.1. Concepto y directrices de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales

Con el estallido de la pandemia de COVID-19 en 2020, los bonos sociales experimentaron un aumento sin precedentes de la mano de inversores que buscaban generar resultados sociales positivos junto con un rendimiento financiero. La figura, sin embargo, se remonta a 2009 cuando el Servicio Financiero Internacional para la Inmunización (*International Finance Facility for Immunisation*) emitió un bono cuyos fondos irían destinados al aumento de los niveles de vacunación de los países en desarrollo (Torricelli & Pellati, 2023). En 2013, le siguió la Corporación Financiera Internacional (*International Finance Corporation*) con la emisión de un bono social en el marco de su programa *Banking on Women and Inclusive Business* (Peeters et al., 2020).

Si bien estos dos bonos se consideran los más antiguos antecedentes del actual bono social, ninguno de ellos podía ser considerado propiamente como tal, toda vez que no estaban alineados con unos principios o estándares internacionalmente aceptados. Éstos llegaron en 2017, cuando ICMA publicó los Principios de los Bonos Sociales (*Social Bond Principles* o “**SBP**”). Tras su publicación, el sector privado se animó a emitir este tipo de instrumentos, tal y como recuerdan Peeters et al. (2020): la primera sociedad en hacerlo fue Danone, en 2018, con una recaudación en torno a los 350 millones de dólares que fue destinada a la seguridad alimentaria y la integración de la cadena de suministro de alimentos. En el sector bancario, fue Bank of America quien recaudó 500 millones de dólares para financiar proyectos de vivienda asequible.

En la actualidad, al contrario que en el caso de los bonos verdes –donde actores como la Comisión Europea ya han emitido directrices regulatorias a seguir–, no existe un marco público para los bonos sociales (Lenzi, 2021). En su lugar, el mercado se rige únicamente por normas privadas de gobernanza, métricas de certificación y garantías voluntarias externas (Park, 2018). Así las cosas, como se adelantaba, los SBP de ICMA han destacado por encima de otros estándares desde su publicación, principalmente por su intervención pionera en la materia, su importancia práctica y su alcance a nivel internacional. Parte de su trascendencia reside, fundamentalmente, en que dotaron al mercado de una definición generalmente aceptada de bono social. Así, los SBP entienden

como bono social “cualquier tipo de bono en el que los fondos, o un importe equivalente a los mismos, se aplica[n] exclusivamente para financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad, [p]royectos [s]ociales elegibles, ya sean nuevos y/o existentes (...) y que est[á]n alineados con los cuatro componentes principales de los SBP” (ICMA, 2021b, p. 2).

En lo relativo al “Uso de los Fondos”, los proyectos considerados elegibles han de ser necesariamente proyectos sociales dirigidos a generar un resultado social positivo y a solucionar, o al menos mitigar, un problema social específico; esto es, una amenaza, obstáculo o daño que afecte al bienestar de la sociedad en general o de un grupo de población específico (ICMA, 2021b). Tal y como ocurría en el caso de los bonos verdes, los SBP recogen un listado ejemplificativo y no exhaustivo de los proyectos que este tipo de instrumento suele financiar; a saber: (i) la garantía de una infraestructura básica y una vivienda asequibles, (ii) el acceso a servicios considerados básicos, (iii) la generación de empleo y prevención del desempleo, (iv) la seguridad y sostenibilidad de los sistemas alimentarios y (v) demás avances socioeconómicos (ICMA, 2021b).

De entre todos, como destaca Lancaster (2016), los proyectos que más frecuentemente resultaban beneficiarios de los ingresos recaudados eran los relacionados con la vivienda asequible y el apoyo a las pequeñas y medianas empresas. En la actualidad, sin embargo, existe un abanico mucho más amplio de proyectos populares, que vienen definidos, en su mayoría, por las circunstancias concurrentes en cada momento.

Como se adelantaba, el impacto social perseguido puede entenderse respecto de la sociedad en general o de una “población objetivo” específica. Al respecto, ICMA (2021b) presenta un listado de qué puede considerarse “población objetivo”, destacando, entre otras, las personas que viven por debajo del umbral de la pobreza, las poblaciones excluidas y marginadas, los migrantes o desplazados de su lugar de origen, los desempleados y demás grupos vulnerables por razón de sus circunstancias personales.

Por lo demás, el resto de principios –analizados en su momento para los bonos verdes– se mantienen intactos; esto es, sigue siendo de aplicación lo ya expuesto en torno al “Proceso de Evaluación y Selección de Proyectos”, la “Gestión de los Fondos” y la elaboración de “Informes”. En este sentido, y a modo de apunte, se recuerda que los inversores deben ser informados de los objetivos sociales que persigue el emisor y de los

criterios de elegibilidad que se tendrán en cuenta en la selección de proyectos para la consecución de los mismos. Además, al igual que en el caso de los bonos verdes, se exige el tratamiento diferenciado de los ingresos recaudados con la emisión y se recomienda el empleo de mecanismos de transparencia, divulgación e información a lo largo del proceso.

En lo que respecta a los tipos de bonos sociales, desde ICMA (2021b) se señalan cuatro categorías, sin perjuicio de que se añadan nuevas a medida que evoluciona el mercado. Así, es posible distinguir entre:

- Bono social de uso de fondos (“*standard social use-of-proceeds bond*”): se trata de un bono social estándar con recurso a todo el balance del emisor. Los ingresos habrán de ser destinados necesariamente a proyectos sociales en su portfolio.
- Bono de uso de fondos *social revenue* (“*social revenue bond*”): se trata de un bono sin recurso al emisor en el que la exposición al riesgo de crédito viene determinada por los flujos de caja efectivamente comprometidos –éstos pueden ser de ingresos, comisiones o impuestos, por ejemplo–. Los fondos recaudados con su emisión son destinados a proyectos que pueden estar relacionados o no con dichos flujos de efectivo.
- Bono de proyecto social (“*social project bond*”): este tipo de bono destina las cantidades recaudadas a un proyecto o grupo de proyectos sociales específicos. Los inversores tienen una exposición directa al riesgo del potencial éxito o fracaso del proyecto, con o sin recurso contra el emisor.
- Bono de titulización social (“*secured social bond*”): se trata de un bono garantizado por uno o más proyectos sociales específicos, entre los que se pueden incluir, por ejemplo, las cédulas hipotecarias. Los flujos de efectivo de estos proyectos se utilizan para el reembolso del bono. Este tipo de bono incluye también el “*covered bond social*”, del que se analizará un ejemplo más adelante.

Sobre los niveles de emisión de este tipo de instrumento en los últimos años, cabe destacar que los bonos sociales no se han comportado de forma similar a sus homólogos verdes. Así, al contrario que estos últimos, su expansión no ha sido gradual y constante

en el tiempo, sino que se ha caracterizado por un aumento sin precedentes a raíz de la pandemia de COVID-19. Con volúmenes discretos hasta entonces, el año 2020 supuso un auténtico *boom* en el mercado de los bonos sociales, con emisiones que superaron en 8 veces las registradas el ejercicio anterior: de 20.100 millones de dólares en 2019 hasta los casi 166.000 millones de 2020 (CBI, 2023). Esto se debió, como traen a colación Peeters et al. (2020), al aumento de la concienciación sobre cómo los bonos sociales podían resultar convenientes para llevar a cabo proyectos que mitigaran los efectos de la crisis sanitaria. Desde entonces, ya superados los estragos de la pandemia, son muchos los emisores, públicos y privados, que han continuado la tendencia, como demuestra el hecho de que las emisiones en 2021 alcanzaran un nivel histórico: más de 220.000 millones de dólares (CBI, 2023).

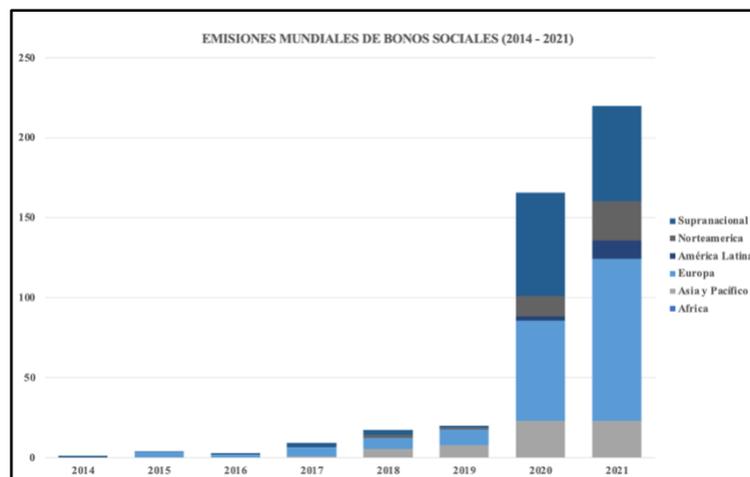


Figura 2. Evolución de emisiones de bonos sociales de distintas regiones entre 2014 y 2021. Cifras expresadas en mil millones de dólares. Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos de CBI (2023).

2.2. Los bonos sociales frente a los bonos tradicionales: sobre la existencia de una *social premium*

Al contrario que en el caso de los bonos verdes, la existencia de una prima en los bonos sociales apenas ha sido objeto de estudio. Quizá el primero de los trabajos que la abordó fue el de Scatigna et al. (2021), en el que se demostró que los bonos sociales denominados en dólares estadounidenses o en euros se emitían a un precio más alto que los bonos convencionales. Bajo el nombre de “*socium*”, defienden que los inversores están dispuestos a pagar una prima de aproximadamente 12 puntos básicos a cambio de generar un impacto social positivo. Ello se traduce, cómo se avanzaba para los bonos

verdes, en que los bonos sociales tienen un rendimiento sistemáticamente inferior al de sus homólogos convencionales en el momento de la emisión.

El más reciente de los análisis, por su parte, es el que hacen Torricelli y Pellati (2023), que se considera el primer estudio que comprueba la existencia de una prima social o *social premium* en los bonos sociales emitidos tras la pandemia. Para su análisis, se extrajo una muestra de bonos comprendidos entre octubre de 2020 y de 2021 compuesta por 64 bonos sociales ajustados con los principios de ICMA y otros 64 bonos convencionales que, salvo en la etiqueta social, eran similares a los primeros. Al contrario que en el anterior estudio, Torricelli y Pellati (2023) defienden que el mercado percibe los bonos sociales como instrumentos más arriesgados que los convencionales, lo que implica que exigen una mayor rentabilidad –en torno a los 1,242 puntos básicos– a la hora de decidirse a invertir en ellos. Se mantiene, por lo tanto, la tendencia contradictoria de los análisis que se vislumbraba en el caso de los bonos verdes, lo que impide extraer conclusiones definitivas al respecto.

2.3. Los bonos sociales frente a los bonos tradicionales: sobre el impacto social positivo

En lo que se refiere al impacto social positivo que han de generar los proyectos financiados por bonos sociales, surgen dos cuestiones que se analizan brevemente a continuación: (i) qué se entiende por impacto social positivo y (ii) quién ha de generarlo.

Respecto del primero de los puntos, en la actualidad no existe una definición de qué se considera impacto social, lo que puede obstaculizar el desarrollo de un mercado de deuda de este tipo. Como destaca Lenzi (2021), esto no ocurre en el caso de los bonos verdes, donde la Comisión Europea ya ha dado un paso al frente en la delimitación de los conceptos de “sostenibilidad medioambiental” y “actividades verdes” a través de la taxonomía. Así las cosas, en aras de fortalecer el mercado de bonos sociales y dotarlo de una fundación sólida, se antoja necesario trabajar en una definición comúnmente aceptada de lo que se entiende por impacto social positivo. De lo contrario, destaca el autor que quizá se englobarían bajo el concepto proyectos que, en el proceso de alcanzar un impacto social positivo, dañaran el medioambiente, por ejemplo.

Respecto del segundo de los puntos, se trata de distinguir entre los proyectos que corren a cargo del beneficiario –esto es, la entidad financiada por los ingresos

recaudados– y los que son responsabilidad del propio emisor. En el primero de los casos, el beneficiario acometería el proyecto bien a través de subvenciones –asignación directa de los fondos–, bien a través de préstamos otorgados por el emisor en condiciones mejores a las del mercado (Lenzi, 2021). En estos supuestos, el impacto social se produciría con el solo hecho de otorgar la subvención o el préstamo al beneficiario con propósito social. En el segundo de los casos, sería el emisor el que utilizaría los fondos para mejorar su propia actuación en el ámbito social a través de la financiación, por ejemplo, de un programa de salud o de protección para los empleados de la sociedad. Este impacto social se concibe, por tanto, desde una perspectiva a largo plazo que requiere la verificación continua del compromiso y el establecimiento de métricas que evalúen la consecución de los objetivos en el tiempo estimado para ello.

2.4. Los bonos sociales emitidos por empresas españolas actualmente en circulación

En el análisis numérico que a continuación se realiza se mantienen todos los postulados y aproximaciones que rigieron para el examen de los bonos verdes, salvo uno: no se exige que la entidad emisora presente una trayectoria sólida de emisión de bonos sociales porque ésta resulta ser una práctica más reciente y menos asentada. Así las cosas, se analizarán las emisiones de empresas españolas independientemente del volumen y número de aquellas. En todo caso, para conocer las entidades emisoras públicas, se incluye al presente Trabajo como **Anexo II**, y en base a datos de Bloomberg, un listado con todas las empresas del sector que tienen actualmente en emisión bonos de este tipo.

2.4.1 Análisis del sector financiero español

En el sector financiero español, el único que ha emitido bonos sociales hasta la fecha, se analizan las emisiones de: (i) BBVA; (ii) Banco de Crédito Social Cooperativo, S.A. (“**Banco de Crédito Social**”); (iii) CaixaBank y (vi) Kutxabank, S.A. (“**Kutxabank**”).

- **BBVA**

En mayo de 2020, BBVA fue la primera entidad privada de Europa en emitir un bono social de 1.000 millones de euros relacionado con la pandemia de COVID-19. El bono, con un cupón anual de 0,750% y vencimiento en junio de 2025, tenía carácter sénior preferente. Los fondos con él recaudados fueron destinados a paliar las consecuencias sociales y económicas de la crisis sanitaria y, en esa línea, apoyaron proyectos relacionados con la sanidad, la educación y la vivienda asequible (BBVA, 2020). La segunda emisión, en septiembre de 2021, consistió en un bono social de deuda sénior preferente por importe de 1.000 millones de euros. Con un interés referenciado al EURIBOR, en la actualidad el bono presenta un cupón de 2,977%. Los ingresos obtenidos a raíz de esta emisión han financiado proyectos de vivienda asequible, servicios esenciales, infraestructuras básicas e inclusión socioeconómica (BBVA, 2021b).

BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.			
<i>Cupón</i>	<i>Vencimiento</i>	<i>Volumen emisión</i>	<i>Rating</i>
2,977	09/09/2023	1.000.000.000	A-
0,750	04/06/2025	1.000.000.000	A-
Cupón social medio (%)			1,864
Cupón convencional medio (%)			2,556
Prima (bps)			-69,217

*Tabla 12. Bonos sociales de BBVA actualmente en circulación.
Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).*

Con respecto a las diferencias de rendimiento entre estos bonos y sus homólogos convencionales, destaca una prima de -69,217 puntos básicos, resultante de la resta entre el cupón social medio de 1,864% y el cupón convencional medio de 2,556%. Para BBVA, la demanda de este tipo de bono, que fue muy bien acogido en el mercado dada su novedad y conexión con la realidad social del momento, le permitió, de una parte, acceder a capital de una forma más barata y, de otra, posicionarse como una entidad líder e innovadora en el sector de la financiación sostenible.

- **Banco de Crédito Social**

En septiembre de 2022, el Banco de Crédito Social emitió 500 millones de euros en un bono social con vencimiento en septiembre de 2026 (Banco de Crédito Social Cooperativo, 2022). Con un cupón anual de 8%, el bono social de la entidad se emitió con una prima de 450 puntos básicos, calculada por la diferencia con el cupón medio convencional anual, de 3,50%. De todos los bonos analizados hasta el momento, este es el que presenta un prima positiva mayor, lo que implica que los inversores del banco no

están dispuestos a renunciar a su rentabilidad a cambio de generar un impacto social positivo. O, lo que es lo mismo, que, tratándose de un instrumento de deuda nuevo y no calificado por ninguna agencia de *rating*, los inversores exigen una mayor rentabilidad de la que exigirían en el caso de un bono convencional a la hora de apostar por él.

BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.			
<i>Cupón</i>	<i>Vencimiento</i>	<i>Volumen emisión</i>	<i>Rating</i>
2,977	09/09/2023	1.000.000.000	A-
0,750	04/06/2025	1.000.000.000	A-
Cupón social medio (%)			1,864
Cupón convencional medio (%)			2,556
Prima (bps)			-69,217

Tabla 13. Bonos sociales de Banco de Crédito Social actualmente en circulación.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).

La emisión estuvo contextualizada en el “Marco de Bonos Sostenibles de Grupo Cooperativo Cajamar”, de diciembre de 2021. Con respecto al destino de los fondos recaudados, éstos permitieron la financiación de proyectos relacionados con los ODS números 1, 3, 4, 8, 9 y 15. En particular, desde Grupo Cooperativo Cajamar se destacan tres categorías sociales elegibles: (i) el desarrollo de la economía social, (ii) la promoción de territorios marcados por condiciones de desempleo, despoblación o subdesarrollo y (iii) el apoyo de iniciativas en regiones afectadas por catástrofes naturales o situaciones de paralización de la economía, entre otras (Grupo Cooperativo Cajamar, 2021).

- **CaixaBank**

En septiembre de 2019, CaixaBank emitió por primera vez un bono social de carácter no preferente. La emisión inaugural, con un cupón de 0,625% y un vencimiento a 5 años, recaudó fondos que fueron destinados a financiar proyectos relacionados con los ODS número 1 –acceso a servicios esenciales– y número 8 –generación de empleo en empresas de reducida dimensión– (CaixaBank, 2019). Este compromiso siguió en los años posteriores, con las cifras que se indican en la Tabla 14. A medida que se fue consolidando su práctica de emisiones, CaixaBank fue aumentando el radio de actuación de sus proyectos, de forma que, en la actualidad, los fondos recaudados con sus bonos sociales financian también proyectos relacionados con los ODS número 3 –salud y bienestar– y número 4 –educación de calidad– (CaixaBank, 2022).

Sobre las diferencias de rendimiento entre los bonos sociales y convencionales de la entidad, existe una prima negativa de -191,031 puntos básicos, por lo que se mantienen

las conclusiones ya extraídas en casos anteriores: CaixaBank disfruta de un capital más barato del que obtendría con una emisión de bonos no sostenibles y ello, porque los inversores demandan este tipo de compromisos por parte de las entidades bancarias, de forma que están dispuestos a obtener una rentabilidad menor a cambio.

CAIXABANK, S.A.			
Cupón	Vencimiento	Volumen emisión	Rating
0,625	01/10/2024	1.000.000.000	BBB
0,750	10/07/2026	1.000.000.000	A-
0,625	21/01/2028	1.000.000.000	A-
0,750	26/05/2028	1.000.000.000	BBB
Cupón social medio (%)		0,688	
Cupón convencional medio (%)		2,598	
Prima (bps)		-191,031	

Tabla 14. Bonos sociales de CaixaBank actualmente en circulación.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).

▪ **Kutxabank**

Aunque todavía ICMA no había publicado un marco para los bonos sociales, Kutxabank se convirtió, en septiembre de 2015, en la primera entidad financiera en emitir un bono “socialmente responsable”. Con mil millones de euros emitidos y un cupón de 1,250%, el instrumento fue, concretamente, un *social covered bond* de cédulas hipotecarias con un resultado social positivo. Los fondos del bono social fueron asignados a financiar nuevas promociones de viviendas de protección oficial del Gobierno vasco (Kutxabank, 2015). La prima arrojó, en el momento de la emisión, un resultado negativo de -147,667 puntos básicos, por lo que se hacen extensibles a este supuesto las conclusiones ya analizadas en los casos anteriores.

KUTXABANK, S.A.			
Cupón	Vencimiento	Volumen emisión	Rating
1,250	22/09/2025	1.000.000.000	-
Cupón social medio (%)		1,250	
Cupón convencional medio (%)		2,727	
Prima (bps)		-147,667	

Tabla 15. Bonos sociales de Kutxabank actualmente en circulación.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).

▪ Conclusiones del sector

El mercado de bonos sociales en España, aunque mucho menos desarrollado que el de bonos verdes, presenta unos niveles de emisión relevantes, con un total de 7.500 millones de euros en circulación. CaixaBank es la entidad que más fuertemente ha apostado por este tipo de instrumentos y su dilatada práctica emisora se ha visto recompensada con la prima negativa más pronunciada del sector, beneficiándose por tanto de un menor coste de capital. En el otro extremo, quizá por su escasa trayectoria, el bono social emitido hasta la fecha por Banco de Crédito Social tiene una prima positiva muy elevada en comparación, por lo que, hasta el momento, su apuesta por los bonos sociales resulta ser mucho más cara que la que resultaría de la emisión de bonos convencionales.

SECTOR FINANCIERO ESPAÑOL		
<i>Entidad</i>	<i>Volumen emitido</i>	<i>Prima social</i>
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	2.000.000.000,00	-69,217
BANCO DE CRÉDITO SOCIAL COOPERATIVO, S.A.	500.000.000,00	450,000
CAIXABANK, S.A.	4.000.000.000,00	-191,031
KUTXABANK, S.A.	1.000.000.000,00	-147,667

Tabla 16. Tabla comparativa de bonos sociales del sector financiero español.
Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).

3. LOS BONOS VINCULADOS A LA SOSTENIBILIDAD

3.1. Concepto y directrices de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales

Los bonos vinculados a la sostenibilidad –con una primera emisión que data de 2019, de la mano del Grupo Enel– se han convertido en la última adición al mundo de los instrumentos de deuda sostenible (Lester, 2022). Identificando su enorme potencial en la lucha de sus emisores contra el cambio climático y a sabiendas de que un marco teórico afianzaría su emisión, ICMA publicó los Principios de los Bonos Vinculados a la Sostenibilidad (*Sustainability-Linked Bond Principles* o “**SLBP**”) en junio de 2020. En ellos, se definen los bonos vinculados a la sostenibilidad como aquellos “cuyas características financieras y / o estructurales pued[e]n variar dependiendo de si el emisor alcanza, o no, ciertos objetivos predefinidos de Sostenibilidad o ESG” (ICMA, 2020, p. 2). Estos objetivos predefinidos, que son establecidos por el propio emisor y están

diseñados particularmente en atención a su actividad, suelen estar relacionados con futuras mejoras de su práctica en materia de sostenibilidad.

ICMA (2020), en concreto, presenta cinco componentes que habrán de ser observados en el marco de la emisión de bonos vinculados a la sostenibilidad: (i) la “[s]elección de los indicadores clave de rendimiento” (*Key Performance Indicators* o “**KPIs**”), (ii) la “[c]alibración de los objetivos de desempeño en sostenibilidad” (*Sustainability Performance Targets* o “**SPTs**”), (iii) las “[c]aracterísticas del bono”, (iv) la “[p]resentación de informes” y (v) la “[v]erificación”. Se expone cada uno de ellos a continuación.

En primer lugar, en lo que respecta a las características de los KPIs seleccionados, ICMA (2020) exige del emisor la identificación de indicadores: (i) que sean materiales para su negocio y estrategia de sostenibilidad, (ii) que aborden desafíos ambientales, sociales y/o de gobernanza en el marco de su sector y (iii) que estén bajo su control de dirección. Además, y en todo caso, los KPIs deberán ser creíbles, relevantes, cuantificables, externamente verificables y comparables con terceros (ICMA, 2020). A modo de ejemplo, como traen a colación Kölbl y Lambillon (2022), estos KPIs pueden hacer referencia a las emisiones de gases efecto invernadero del emisor o al número de mujeres que forman parte de sus órganos de administración.

En segundo lugar, los SPTs, considerados reflejo del nivel de ambición y autoexigencia del emisor en materia de sostenibilidad, deben: (i) representar una mejora sustancial en comparación con la práctica habitual del emisor, (ii) ser comparados con un índice de referencia que permita una métrica objetiva, (iii) ser coherentes con el negocio y la estrategia ESG del emisor y (iv) estar acotados en el tiempo, permitiendo contrastar su cumplimiento (ICMA, 2020). Además, según los SLBP, los objetivos deberán calibrarse de acuerdo a tres cuestiones diferentes; a saber, el propio rendimiento del emisor durante los últimos 3 ejercicios, el desempeño de sus competidores en el sector y las metas basadas en la ciencia y establecidas por entidades o acuerdos de reconocido prestigio.

El análisis de estos dos elementos manifiesta una diferencia sustancial con respecto a los bonos verdes y sociales: el fundamento de los bonos vinculados a la sostenibilidad no reside en el uso de los fondos recaudados con su puesta en circulación,

sino en el rendimiento y el progreso de su emisor. En efecto, los SLBP dejan la cuestión del destino de los ingresos a la total discreción de quien emite los bonos, sin tasar los posibles proyectos elegibles, ni exigir un compromiso específico al respecto. Así las cosas, los bonos vinculados a la sostenibilidad se emiten para financiar fines generales del emisor –sin necesidad de que éstos fines sean sostenibles– con la única condición de que la entidad mejore su rendimiento en los KPIs seleccionados de acuerdo con los objetivos SPTs preestablecidos (Berrada et al., 2022).

Este cambio estructural conduce al tercer componente de los SLBP sobre las características del bono. Como se adelantaba en la definición, las características estructurales y financieras de los bonos vinculados a la sostenibilidad –por ejemplo, su cupón o vencimiento– dependen de la efectiva mejora que el emisor demuestre en sus KPIs. En la práctica, y para que la emisión de este tipo de bonos genere atractivo en el mercado y desencadene una gran demanda, el ajuste según el rendimiento se suele realizar en torno al cupón del bono (Berrada et al., 2022). La práctica más habitual es la siguiente: si el emisor no alcanza los SPTs marcados, el cupón aumenta 25 puntos básicos (en algunos casos, si el bono está sujeto a varios KPIs, se suele realizar un ajuste individualizado de 5 puntos básicos por SPTs). Por el contrario, si el emisor cumple con su compromiso de rendimiento, el cupón disminuye en la misma proporción (Kölbel & Lambillon, 2022).

En este sentido, los bonos vinculados a la sostenibilidad se traducen en: (i) la creación de un incentivo para que las empresas, en la búsqueda de un menor coste de capital, mejoren su estrategia en materia de sostenibilidad (Vulturius et al., 2022) y (ii) la adopción de un compromiso público y explícito para avanzar en el progreso y el desarrollo sostenible del que es económicamente costoso retirarse (Kölbel & Lambillon, 2022).

Los dos componentes restantes de los SLBP mantienen una línea similar a los principios que se analizaron en su momento para el caso de los bonos verdes y los bonos sociales. El cuarto –el relativo al *reporting*– exige que el emisor presente informes periódicos sobre su progreso con los KPIs, orientando sobre su cumplimiento con respecto a los SPTs y aportando herramientas que permitan a los inversores controlar el rendimiento (ICMA, 2020). El quinto componente –sobre la verificación– exige que el emisor contacte con una tercera parte externa e independiente que compruebe su

compromiso y desempeño. Esta cuestión, resalta ICMA (2020), no es asimilable a una *second-party opinion* previa a la emisión, sino que se trata de una verificación a posteriori, esencial para el ajuste del cupón.

Según se avanzaba, la emisión de bonos vinculados a la sostenibilidad, si bien todavía inferior a la de bonos verdes y sociales, ha aumentado drásticamente desde la publicación de los SLBP. No hay más que atender a la siguiente cifra: los volúmenes de este tipo de instrumento rozaron los 100.000 millones de dólares en 2021, multiplicando por diez los niveles de años anteriores (Mary et al., 2022), tal y como muestra la Figura 3.

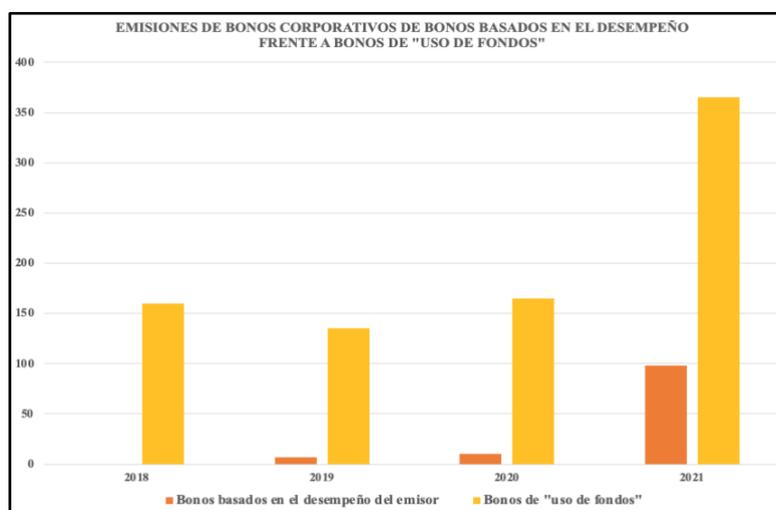


Figura 3. Evolución de emisiones de bonos corporativos basados en el desempeño frente a bonos de “uso de fondos” entre 2018 y 2021. Cifras expresadas en mil millones de dólares. Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos de Bloomberg (2023).

3.2. Los bonos vinculados a la sostenibilidad frente a los bonos de “uso de fondos”

Frente a los bonos verdes o sociales, a los bonos vinculados a la sostenibilidad se les asocia la posibilidad de que los emisores se beneficien de un coste de capital menor manteniendo la plena libertad para destinar los fondos recaudados a las actividades que consideren convenientes; esto es, sin necesidad de asociarlos obligatoriamente a proyectos tasados. Esta discrecionalidad, no obstante, está ligada a ciertos riesgos que conviene destacar.

En primer lugar, se achaca a los emisores de bonos vinculados a la sostenibilidad la poca transparencia del instrumento (Liberatore, 2021). Efectivamente, la publicidad de

los KPIs no conlleva divulgación del uso de los fondos, que bien podrían ir destinados a financiar proyectos perjudiciales para el medioambiente o la sociedad, por ejemplo. Además, la apuesta por este tipo de bonos puede traducirse en la manipulación de los KPIs y los SPTs, de forma que éstos sean diseñados para ser fácilmente alcanzables. Como solución a esta cuestión, Vulturius et al. (2022) proponen el establecimiento de indicadores y objetivos en base a estándares generalmente aceptados como el de la taxonomía europea. Solo así podrán los emisores calibrar su desempeño en base a indicadores fiables y fácilmente comparables.

En segundo lugar, autores como Wass (2021) exponen el coste reputacional que puede conllevar para los inversores el incluir este tipo de instrumentos en sus portfolios de inversión, toda vez que éstos verían incrementada su rentabilidad cuanto peor rendimiento tenga el emisor en materia de sostenibilidad. En otras palabras, podría argumentarse que invierten en bonos vinculados a la sostenibilidad con la esperanza oculta de que los emisores no cumplan con los compromisos de mejora acordados.

Por último, respecto del menor coste de capital que se anunciaba arriba, los estudios sobre la existencia de una prima de precio de emisión son poco concluyentes. Mientras hay quienes defienden que los emisores de bonos vinculados a la sostenibilidad no pueden esperar beneficiarse de las primas presentes en bonos sostenibles más asentados en el mercado (Vulturius et al., 2022); otros argumentan que los beneficios de precio entre los bonos de “uso de fondos” y los bonos vinculados a la sostenibilidad son relativamente similares (Flitman, 2021). En cualquier caso, la existencia o no de esta prima no es fundamental en el coste de capital del emisor, toda vez que éste viene definido, como se analizó antes, por su desempeño en la consecución de los objetivos establecidos. Mientras el compromiso se mantenga y se obtengan datos positivos, los emisores de bonos vinculados a la sostenibilidad podrán financiarse a un coste de media menor al de los no emisores de bonos sostenibles.

3.3. Los bonos vinculados a la sostenibilidad emitidos por empresas españolas actualmente en circulación

En el análisis numérico se mantienen los presupuestos tenidos en consideración en el examen de los bonos sociales; esto es, no se exige que la entidad emisora presente una trayectoria sólida de emisión. En la medida en que tan solo existen tres empresas

emisoras de este tipo de bonos, no se dividirá el análisis según el sector ni se incluirá en el Anexo una lista más detallada. Se analizan a continuación las emisiones de: (i) Abertis Infraestructuras, S.A. (“**Abertis**”); (ii) Grupo Pikolín, S.L. (“**Grupo Pikolín**”) y (iii) Repsol Europe Finance, S.à.r.l. (“**Repsol**”).

- **Abertis**

En enero de 2023, Abertis cerró su primera emisión de bonos vinculados a la sostenibilidad por un importe de 600 millones de euros. Con una demanda que superó en 6 veces su nominal, el bono presentó un cupón inicial del 4,125% y un vencimiento a 6,5 años. La sociedad estableció que los fondos contribuirían a sus proyectos corporativos generales y ligó su cupón: (i) a la reducción de las toneladas de gases de efecto invernadero emitidas en un 40% y producidas por sus clientes en el uso de sus infraestructuras en un 16% para 2027 y (ii) al aumento en las instalaciones de puntos de recarga de vehículos eléctricos (Abertis, 2023).

ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.			
<i>Cupón</i>	<i>Vencimiento</i>	<i>Volumen emisión</i>	<i>Rating</i>
4,125	07/08/2029	600.000.000	BBB-
Cupón sostenible medio (%)			4,125
Cupón convencional medio (%)			2,370
Prima (bps)			175,533

Tabla 17. Bonos vinculados a la sostenibilidad de Abertis actualmente en circulación.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).

El hecho de que la emisión sea tan reciente impide que el desempeño de Abertis respecto de los objetivos formulados haya sido evaluado, por lo que el cupón todavía no ha sido objeto de ajuste. Así las cosas, éste presenta una rentabilidad superior en 175,533 puntos básicos a la media de sus homólogos convencionales, por lo que, por el momento, a Abertis le sale más cara esta vía de captación de capital. Con el paso del tiempo y la mejora de su rendimiento en materia de sostenibilidad; sin embargo, esta conclusión podría ser distinta.

- **Grupo Pikolín**

En la actualidad, Grupo Pikolín tiene un bono vinculado a la sostenibilidad en circulación. Emitido en febrero de 2021 y con un vencimiento a 4 años, el bono presenta un cupón del 4%. Con respecto a los KPIs identificados por la empresa, Grupo Pikolín

vinculó la rentabilidad a la consecución del siguiente objetivo: alcanzar el 27% de energía verde generada en sus instalaciones para los próximos años (Grupo Pikolín, 2021).

GRUPO PIKOLIN, S.L.			
<i>Cupón</i>	<i>Vencimiento</i>	<i>Volumen emisión</i>	<i>Rating</i>
4,000	25/02/2025	10.000.000	-
Cupón sostenible medio (%)			4,000
Cupón convencional medio (%)			4,717
Prima (bps)			-71,667

Tabla 18. Bonos vinculados a la sostenibilidad de Grupo Pikolín actualmente en circulación.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).

Respecto de la prima, ésta está valorada en -71,667 puntos básicos; esto es, el cupón actual es inferior al que presentan los bonos convencionales por lo que, para Grupo Pikolín, este instrumento de deuda resulta ser más una opción más barata de captación de capital. Esto, no obstante, puede cambiar, como se analizó antes, a medida que el desempeño de Grupo Pikolín mejore o empeore y se evalúe en el tiempo.

▪ **Repsol**

Repsol es la empresa española que lidera el segmento de bonos vinculados a la sostenibilidad con dos emisiones recientes, de junio de 2021: (i) la primera, con un volumen de 600 millones de euros, fue de un bono a 8 años con cupón de 0,375% y (ii) la segunda, con un nominal de 600 millones de euros, fue de un bono con cupón de 0,875% a 12 años. La demanda superó, para ambos tramos, los 2,750 millones de euros (Ramnarayan, 2021). Esta sobresuscripción explica la existencia de una prima negativa de -129,256 puntos básicos que se traduce en que los inversores están dispuestos a obtener una menor rentabilidad a cambio de que Repsol mejore su actividad en sostenibilidad.

REPSOL EUROPE FINANCE, S.à.r.l.			
<i>Cupón</i>	<i>Vencimiento</i>	<i>Volumen emisión</i>	<i>Rating</i>
0,375	06/07/2029	650.000.000	BBB
0,875	06/07/2033	600.000.000	BBB
Cupón sostenible medio (%)			0,625
Cupón convencional medio (%)			1,918
Prima (bps)			-129,256

Tabla 19. Bonos vinculados a la sostenibilidad de Repsol actualmente en circulación.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).

Con estas emisiones, además, Repsol demuestra que puede captar capital a un coste más barato a través de su compromiso con la sostenibilidad; concretamente, en el marco de estos bonos, Repsol ha asegurado que buscará la reducción de sus niveles de emisión de CO₂ en un 12% para 2025 y en un 25% para 2030 (Ramnarayan, 2021).

▪ **Conclusiones del mercado**

Este mercado es el menos desarrollado de los tres, principalmente por la novedad del instrumento. No se pueden extraer conclusiones definitivas sobre la prima sostenible, pues ésta depende, en esencia, del rendimiento del emisor en materia de sostenibilidad. Destacar, en cualquier caso, que Repsol es la entidad que más fuertemente ha apostado por la figura, con dos emisiones y un volumen que duplica al del siguiente emisor, marcando el paso de las empresas que puedan decidir utilizar este instrumento para captar fondos y mejorar su actividad en el futuro.

MERCADO ESPAÑOL DE BONOS VINCULADOS A LA SOSTENIBILIDAD		
<i>Entidad</i>	<i>Volumen emitido</i>	<i>Prima sostenible</i>
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	600.000.000,00	175,533
GRUPO PIKOLIN, S.L.	10.000.000,00	-71,667
REPSOL EUROPE FINANCE, S.à.r.l.	1.250.000.000,00	-129,256

Tabla 20. Tabla comparativa de bonos vinculados a la sostenibilidad de las empresas españolas. Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg (2023).

IV. CONCLUSIONES

Las preocupaciones medioambientales y sociales expresadas por primera vez a finales del siglo pasado han dado lugar a una transformación sin precedentes de la sociedad actual, cada vez más concienciada en materia de sostenibilidad. Este cambio de sensibilidades –liderado originalmente por las organizaciones internacionales– ha calado definitivamente en gobiernos e instituciones de todo el mundo, como demuestran sus esfuerzos por establecer un plan de actuación conjunto hacia el desarrollo sostenible. Desde el Acuerdo de París de 2015 hasta la taxonomía de la Unión Europea, las iniciativas por dotar a la sociedad de un marco común para comprender la realidad actual no han dejado de sucederse.

Esta apuesta del sector público ha sido correspondida por el mundo empresarial, consciente de que los objetivos propuestos en materia de sostenibilidad solo pueden lograrse a través de la reasignación de capital hacia proyectos de marcado carácter medioambiental y social. En este contexto, los bonos sostenibles se han consolidado como la mejor herramienta de la que disponen las empresas para generar un impacto positivo, toda vez que ello les permite, por norma general, (i) atraer capital a un coste inferior, (ii) incrementar su valor de negocio y (iii) manifestar su alineamiento y compromiso con las preocupaciones actuales.

Las empresas españolas han sabido identificar y aprovechar estos beneficios rápidamente, afianzando a nuestro país –y más concretamente a nuestro sector bancario– como líder y guía en materia de financiación sostenible. Con una más que relevante actividad emisora de bonos verdes y una creciente apuesta por los bonos sociales y los bonos vinculados a la sostenibilidad, los instrumentos sostenibles del sector privado español han sido acogidos con gran entusiasmo por el mercado. La existencia generalizada de una prima en el momento de emisión de los bonos sostenibles en comparación con sus homólogos convencionales pone de manifiesto que los inversores están dispuestos a recibir una menor rentabilidad si con ello contribuyen a alcanzar las metas medioambientales y sociales previstas. Esta renuncia puede marcar un antes y un después en la forma en la que las empresas españolas diseñan los planes de financiación de su actividad.

Ya estén estructurados a través de una restricción en el uso de los fondos, ya sea a través de la vinculación del cupón a la mejora del desempeño sostenible, los volúmenes de emisión de este tipo de instrumentos dejan entrever una tendencia positiva que, sin embargo, puede estar en peligro. Con la excepción de la Unión Europea para el caso de los bonos verdes, la existencia de métricas y parámetros de certificación sigue siendo escasa y las directrices de las que actualmente se sirven la mayoría de empresas son tan solo guías voluntarias de procedimiento. Esta falta de estandarización puede acabar por impregnar al mercado de un sentimiento de incertidumbre y sospecha a medida que se extienden prácticas como la de *greenwashing*, enormemente dañinas para la credibilidad del sector. Atajar estos falsos posicionamientos con conceptos y criterios globalmente acordados y aceptados es vital para que la financiación sostenible siga prosperando y se consolide como una alternativa viable, segura y atractiva en la inversión y captación de fondos.

Las conclusiones extraídas en este Trabajo de Fin de Grado, por su actualidad, llaman a continuar las líneas de investigación aquí expuestas. Así, podría replicarse este estudio a bonos con otras características estructurales, como la moneda extranjera en la que fueron emitidos o su vencimiento a perpetuidad, toda vez que estos aspectos podrían ser relevantes en la determinación de la prima. También resulta un área de investigación prometedora el examen de este tipo de instrumentos y sus rentabilidades en los mercados emergentes asiáticos. Y ello, porque la creciente iniciativa regulatoria y los volúmenes de emisión sitúan a economías como China o Japón a la vanguardia de la sostenibilidad en las finanzas y las erigen como figuras a tener en cuenta en el diseño de este mercado en el futuro.

V. BIBLIOGRAFÍA

Abanca. (2021a, 13 mayo). *ABANCA será neutra en emisiones y dispondrá de una alternativa sostenible para sus productos en 2024*. Abanca Comunicación. [Comunicado de prensa]. Recuperado 20 de febrero de 2023, de <https://comunicacion.abanca.com/es/noticias/abanca-sera-neutra-en-emisiones-y-dispondra-de-una-alternativa-sostenible-para-sus-productos-en-2024/>

Abanca. (2021b, 1 septiembre). *ABANCA cierra su primera emisión de bonos verdes y avanza en su plan de banca responsable y sostenible*. Abanca Comunicación. [Comunicado de prensa]. Recuperado 20 de febrero de 2023, de <https://comunicacion.abanca.com/es/noticias/abanca-cierra-su-primera-emision-de-bonos-verdes-y-avanza-en-su-plan-de-banca-responsable-y-sostenible/>

Abanca. (2022, 9 septiembre). *ABANCA cierra una nueva emisión de bonos verdes*. Abanca Comunicación. [Comunicado de prensa]. Recuperado 20 de febrero de 2023, de <https://comunicacion.abanca.com/es/noticias/abanca-cierra-una-nueva-emision-de-bonos-verdes/>

Abertis. (2023, 31 enero). *Abertis cierra una emisión pionera de bonos sostenibles por 600 millones de euros* [Comunicado de prensa]. <https://www.abertis.com/media/news/2023/02/01/Abertis%20cierra%20una%20emisi%C3%B3n%20pionera%20de%20bonos%20sostenibles%20por%20600%20millones> dfl13nC.pdf

Acciona. (2021, 30 septiembre). *ACCIONA Energía lanza su primer bono de €500 millones con una sobre demanda de cinco veces y un cupón del 0,375%*. Acciona. [Comunicado de prensa]. Recuperado 27 de febrero de 2023, de https://www.acciona.com/es/actualidad/noticias/acciona-energia-lanza-su-primer-bono-de-500-millones-euros-con-una-sobre-demanda-de-cinco-veces/?_adin=02021864894

Acciona. (2022, 20 enero). *ACCIONA Energía coloca un bono verde a diez años de €500 millones con sobredemanda de más de cuatro veces y rentabilidad del 1,387%*. Acciona. [Comunicado de prensa]. Recuperado 27 de febrero de 2023, de https://www.acciona.com/es/actualidad/noticias/acciona-energia-coloca-bono-verde-diez-anos-500-millones-sobredemanda-mas-cuatro-veces-rentabilidad/?_adin=02021864894

Acciona. (2023, febrero). *Financiación Sostenible | ACCIONA | Business as unusual*.
Acciona. Recuperado 27 de febrero de 2023, de <https://www.acciona.com/es/accionistas-inversores/informacion-bursatil/financiacion-sostenible/>

Bachelet, M. J., Becchetti, L., & Manfredonia, S. (2019). The Green Bonds Premium Puzzle: The Role of Issuer Characteristics and Third-Party Verification. *Sustainability*, 11(4), 1098. <https://doi.org/10.3390/su11041098>

Banco de Crédito Social Cooperativo. (2022, 20 septiembre). *Emisiones del Grupo*. Banco de Crédito Social Cooperativo - Grupo Cajamar. Recuperado 15 de marzo de 2023, de <https://www.bcc.es/es/informacion-para-inversores/emisiones-del-grupo/>

Banco Sabadell. (2020, 21 octubre). *Compromiso con la sociedad: Banco Sabadell contribuye a la transición hacia una economía más sostenible*. El Blog de Banco Sabadell. Recuperado 13 de marzo de 2023, de <https://blog.bancsabadell.com/2020/10/compromiso-con-la-sociedad-banco-sabadell-contribuye-a-la-transicion-hacia-una-economia-sostenible.html>

Banco Sabadell. (2023, enero). *Inversores de Renta Fija*. Grupo Banco Sabadell. Recuperado 20 de febrero de 2023, de <https://www.grupbancsabadell.com/corp/es/accionistas-e-inversores/inversores-de-renta-fija.html>

Banco Santander. (2019, 1 octubre). *Santander emite un bono verde de 1.000 millones de euros como punto de partida de un plan global de emisiones sostenibles*. [Comunicado de prensa]. Recuperado 20 de febrero de 2023, de <https://www.santander.com/content/dam/santander-com/es/documentos/notas-de-prensa/2019/10/np-2019-10-01-santander-emite-un-bono-verde-de-1.000-millones-de-euros-como-punto-de-partida-de-un-plan-global-de-emisiones-sostenibles-es.pdf>

Banco Santander. (2020, 13 julio). *Santander lanza bonos verdes SNP a 7 años por valor de 1.000 millones de EUR*. [Comunicado de prensa]. Recuperado 20 de febrero de 2023, de <https://www.santander.com/es/stories/santander-lanza-bonos-verdes-snp-a-7-anos-por-valor-de-1000-millones-de-eur>

Banco Santander. (2021, 27 enero). *Santander se compromete a la inclusión financiera de 10 millones de personas y a movilizar 120.000 millones de financiación verde*.

[Comunicado de prensa]. Recuperado 20 de febrero de 2023, de <https://www.santander.com/es/sala-de-comunicacion/notas-de-prensa/santander-se-compromete-a-la-inclusion-financiera-de-10-millones-de-personas-y-a-movilizar-120000-millones-de-financiacion-verde>

Banco Santander. (2022, enero). *Informe anual 2021*. Recuperado 20 de febrero de 2023, de <https://www.santander.com/content/dam/santander-com/es/documentos/informe-financiero-anual/2021/ifa-2021-informe-financiero-anual-consolidado-es.pdf#page=15>

Barua, S., & Chiesa, M. (2019). Sustainable financing practices through green bonds: What affects the funding size? *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1131-1147. <https://doi.org/10.1002/bse.2307>

BBVA. (2018, 21 noviembre). *BBVA coloca el bono verde de mayor importe en la eurozona*. BBVA NOTICIAS. [Comunicado de prensa]. Recuperado 20 de febrero de 2023, de <https://www.bbva.com/es/bbva-lanza-mercado-primer-bono-verde/>

BBVA. (2019, 12 junio). *BBVA coloca 1.000 millones de euros con su segundo bono verde*. BBVA NOTICIAS. [Comunicado de prensa]. Recuperado 20 de febrero de 2023, de <https://www.bbva.com/es/sostenibilidad/bbva-sale-al-mercado-con-su-segundo-bono-verde/>

BBVA. (2020, mayo). *Bonos Sostenibles*. Inversiones en Bolsa, Analistas de Mercados y Financieros – BBVA. Recuperado 15 de marzo de 2023, de <https://accionistaseinversores.bbva.com/renta-fija/emisiones-y-programas/bonos-sostenibles/>

BBVA. (2021a, 8 julio). *BBVA movilizará 100.000 millones de euros hasta 2025 para luchar contra el cambio climático e impulsar el desarrollo sostenible*. BBVA NOTICIAS. [Comunicado de prensa]. Recuperado 20 de febrero de 2023, <https://www.bbva.com/es/sostenibilidad/bbva-movilizará-100-000-millones-euros-2025-luchar-cambio-climatico-impulsar-desarrollo-sostenible/>

BBVA. (2021b, septiembre). *Bonos Sostenibles*. Inversiones en Bolsa, Analistas de Mercados y Financieros – BBVA. Recuperado 15 de marzo de 2023, de <https://accionistaseinversores.bbva.com/renta-fija/emisiones-y-programas/bonos-sostenibles/>

BBVA. (2022a, 6 octubre). *BBVA coloca €1.250 millones de la emisión de un bono verde de deuda sénior preferente*. BBVA NOTICIAS. [Comunicado de prensa]. Recuperado 20 de febrero de 2023, <https://www.bbva.com/es/sostenibilidad/bbva-sale-al-mercado-con-la-emision-de-un-bono-verde-de-deuda-senior-preferente/>

BBVA. (2022b, 22 noviembre). “Greenwashing”: *prácticas sostenibles de forma engañosa*. BBVA España. Recuperado 23 de marzo de 2023, de <https://www.bbva.es/finanzas-vistazo/sostenibilidad/greenwashing-practicas-sostenibles-de-forma-enganosa.html>

BBVA. (2022c, 29 noviembre). *¿Qué supone el Pacto Verde Europeo? Claves para ayudar al planeta*. BBVA NOTICIAS. Recuperado 30 de enero de 2023, de <https://www.bbva.com/es/sostenibilidad/que-supone-el-pacto-verde-europeo-claves-para-ayudar-al-planeta/>

Berrada, T., Engelhardt, L., Gibson, R., & Krueger, P. (2022). *The Economics of Sustainability Linked Bonds*. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4059299>

Bloomberg [base de datos].

Brundtland, G. H. (1987). *Informe de la Comisión Mundial sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo: «Nuestro futuro común»*. Recuperado 20 de enero de 2023, de https://www.ecominga.uqam.ca/PDF/BIBLIOGRAPHIE/GUIDE_LECTURE_1/CMMAD-Informe-Comision-Brundtland-sobre-Medio-Ambiente-Desarrollo.pdf

Bodansky, D. (2012). *The Durban Platform: Issues and Options for a 2015 Agreement*. *Social Science Research Network*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2270336

Brush, S. (2023, 13 enero). *BlackRock Gets \$146 Billion of Fresh Cash After Market Rout*. Bloomberg Markets. Recuperado 15 de enero de 2023, de <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-01-13/blackrock-posts-146-billion-of-net-flows-in-wake-of-market-rout?leadSource=uverify%20wall#xj4y7vzkg>

Business Roundtable. (2019, 19 agosto). *Statement on the Purpose of a Corporation* [Comunicado de prensa]. Recuperado 15 de enero de 2023, de

<https://s3.amazonaws.com/brt.org/BRT-StatementonthePurposeofaCorporationwithSignaturesOctober2022.pdf>

CaixaBank. (2019, septiembre). *Bonos Sociales*. Recuperado 17 de marzo de 2023, de <https://www.caixabank.com/es/accionistas-e-inversores/inversores-renta-fija/bonos-sociales.html>

CaixaBank. (2022, enero). *Bonos Sociales*. Recuperado 17 de marzo de 2023, de <https://www.caixabank.com/es/accionistas-e-inversores/inversores-renta-fija/bonos-sociales.html>

CaixaBank. (2023, enero). *Bonos Verdes*. CaixaBank. Recuperado 25 de febrero de 2023, de <https://www.caixabank.com/es/accionistas-e-inversores/inversores-renta-fija/bonos-verdes.html>

Cheong, C., & Choi, J. (2020). Green bonds: a survey. *Journal of Derivatives and Quantitative Studies: 선물연구*, 28(4), 175-189. <https://doi.org/10.1108/jdqs-09-2020-0024>

Chugan, P. K., Mungra, Y., & Mehta, K. (2017). Challenges and Policy Implications for Marketing Green Bonds. En T. Joshi, J. P. Aagja, & S. Parashar (Eds.), *Consumer Behaviour & Contemporary Marketing Strategy*. Excel India Publishers, New Delhi for IMNU. ISBN: 978-93-86256-32-4, pp. 371-384. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2937627

Climate Bonds Initiative. (2021, agosto). *History*. Recuperado 20 de febrero de 2023, de <https://www.climatebonds.net/standard/about/history>

Climate Bonds Initiative. (2022, noviembre). *Taxonomy*. Recuperado 26 de febrero de 2023, de <https://www.climatebonds.net/standard/taxonomy>

Climate Bonds Initiative. (2023, enero). *Market Data*. Climate Bonds Initiative. Recuperado 26 de febrero de 2023, de <https://www.climatebonds.net/market/data/>

Comisión Europea. (2019). *European green bond standard*. European Commission Finance. Recuperado 23 de febrero de 2023, de https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard_en

Comisión Europea. (2020, 14 enero). *The European Green Deal Investment Plan and Just Transition Mechanism explained*. European Commission Finance. Recuperado 3 de febrero de 2023, de https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_20_24

Comisión Europea. (2021, 14 julio). *Un Pacto Verde Europeo*. Comisión Europea. Recuperado 30 de enero de 2023, de https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_es

Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Desarrollo Sostenible. (2012). *El Futuro Que Queremos*. <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/764Future-We-Want-SPANISH-for-Web.pdf>

Cortellini, G., & Panetta, I. C. (2021). Green Bond: A Systematic Literature Review for Future Research Agendas. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(12), 589. <https://doi.org/10.3390/jrfm14120589>

Cumbre Mundial sobre el Desarrollo Sostenible. (2002). *Plan de Aplicación de las Decisiones de la Cumbre Mundial sobre el Desarrollo Sostenible*. Recuperado 20 de enero de 2023, de https://www.un.org/spanish/esa/sustdev/pdf/WSSD_PlanImpl.pdf

Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 22 de octubre de 2014 por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.

Dorfleitner, G., Utz, S., & Zhang, R. (2021). The pricing of green bonds: external reviews and the shades of green. *Review of Managerial Science*, 16(3), 797-834. <https://doi.org/10.1007/s11846-021-00458-9>

Fernández de Gatta, D. (2020). El ambicioso Pacto Verde Europeo. *Actualidad Jurídica Ambiental*, 101, 78-109. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7450963>

Fink, L. (2020, enero). *Un Cambio Estructural de las Finanzas*. BlackRock. Recuperado 15 de enero de 2023, de <https://www.blackrock.com/cl/larry-fink-ceo-letter>

Flammer, C. (2021). Corporate green bonds. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 499-516. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.01.010>

Flitman, A. (2021, 27 mayo). *ESG: Sustainability-linked bonds offer pricing perk for right high yield credits*. S&P Global Market Intelligence. Recuperado 22 de marzo de 2023, de <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/blog/esg-sustainability-linked-bonds-offer-pricing-perk-for-right-high-yield-credits>

Garayoa, F. J., & García, A. (2018). Bonos verdes y bonos sociales como motores de cambio. *Boletín de Estudios Económicos*, 73(224), 233-250. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6557797>

Gianfrate, G., & Peri, M. (2019). The green advantage: Exploring the convenience of issuing green bonds. *Journal of Cleaner Production*, 219, 127-135. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.02.022>

Grupo Cooperativo Cajamar. (2021). *Marco de Bonos Sostenibles*. Grupo Cooperativo Cajamar. Recuperado 19 de marzo de 2023, de <https://www.bcc.es/storage/documents/marco-de-bonos-sostenibles-43f04.pdf>

Grupo Pikolín. (2021, 3 marzo). *Grupo Pikolin: second issue of sustainability-linked bonds* [Comunicado de prensa]. <https://www.pkfcm.com/pikolin-sustainable-bond/>

Hamilton, I., & Eriksson, J. (2011). Influence strategies in shareholder engagement: a case study of all Swedish national pension funds. *Journal of sustainable finance & investment*, 1(1), 44-61. <https://doi.org/10.3763/jsfi.2010.0006>

Iberdrola. (2023, febrero). *Información relativa a la financiación verde*. Recuperado 3 de marzo de 2023, de <https://www.iberdrola.com/accionistas-inversores/inversores/renta-fija/financiacion-verde>

ICMA. (2020). *Principios de los Bonos Vinculados a la Sostenibilidad. Guías del Procedimiento Voluntario*. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2021/Spanish-GBP-2021.pdf?vid=2>

ICMA. (2021a). *Principios de los Bonos Verdes. Guía del Procedimiento Voluntario para la Emisión de Bonos Verdes*. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2021/Spanish-GBP-2021.pdf?vid=2>

ICMA. (2021b). *Principios de los Bonos Sociales. Guía del Procedimiento Voluntario para la Emisión de Bonos Sociales*. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2021/Spanish-SBP-2021.pdf?vid=2>

Jones, R., Baker, T., Huet, K., Murphy, L., & Lewis, N. (2020). Treating ecological deficit with debt: The practical and political concerns with green bonds. *Geoforum*, 114, 49-58. <https://doi.org/10.1016/j.geoforum.2020.05.014>

Kapraun, J., & Scheins, C. (2019). (In)-Credibly Green: Which Bonds Trade at a Green Bond Premium? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3347337>

Karpf, A., & Mandel, A. (2017). Does it Pay to Be Green? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2923484>

Knoepfel, I. (2004). *Who cares wins: connecting financial markets to a changing world*. The Global Compact. https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/de954acc-504f-4140-91dc-d46cf063b1ec/WhoCaresWins_2004.pdf?MOD=AJPERES&CVID=jqeE.mD

Kolanovic, M. (2023, 5 enero). *2023 Market Outlook*. J.P. Morgan Research. Recuperado 15 de enero de 2023, de <https://www.jpmorgan.com/insights/research/market-outlook>

Kölbe, J. F., & Lambillon, A. P. (2022). Who pays for sustainability? An analysis of sustainability-linked bonds. *Swiss Finance Institute Research Paper No. 23-07*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4007629

Kuchin, I., Baranovsky, G., Dranev, Y., & Chulok, A. (2019). Does Green Bonds Placement Create Value For Firms? *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3477918>

Kumar, S., Sharma, D., Rao, S., Lim, W. M., & Mangla, S.K. (2022). Past, present, and future of sustainable finance: insights from big data analytics through machine learning of scholarly research. *Annals of Operations Research*. <https://doi.org/10.1007/s10479-021-04410-8>

Kutxabank. (2015, septiembre). *Kutxabank Cédula Hipotecaria Social*. Recuperado 19 de marzo de 2023, de <https://acortar.link/IxBsn7>

Lancaster, R. (2016, 30 septiembre). Social bonds show good growth by following green bond path. *GlobalCapital*. Recuperado 8 de marzo de 2023, de <https://www.globalcapital.com/article/28mylts3qff0p5jlbsd1c/sri/social-bonds-show-good-growth-by-following-green-bond-path>

Lebelle, M., Jarjir, S. L., & Sassi, S. (2020). Corporate Green Bond Issuances: An International Evidence. *Journal of risk and financial management*, 13(2), 25. <https://doi.org/10.3390/jrfm13020025>

Lenzi, D. (2021). Corporate Social Bonds: A Legal Analysis. *European Company and Financial Law Review*, 18(2), 291-320. <https://doi.org/10.1515/ecfr-2021-0014>

Lester, A. (2022, 14 junio). *Why Enel turned to sustainability-linked bonds*. Environmental Finance. Recuperado 26 de marzo de 2023, de <https://www.environmental-finance.com/content/analysis/why-enel-turned-to-sustainability-linked-bonds.html>

Liberatore, S. M. (2021). “Sustainability-Linked Bonds Do Not Fit Our Impact Framework.” *Nuveen*. <https://www.nuveen.com/en-us/insights/income-oriented-investing/sustainability-linked-bonds-do-not-fit-our-impact-framework>.

Ly, L., & Hall, L. (2023, 16 enero). *Key sustainability trends that will drive decision-making in 2023*. S&P Global. Recuperado 21 de enero de 2023, de <https://www.spglobal.com/esg/insights/featured/special-editorial/key-sustainability-trends-that-will-drive-decision-making-in-2023>

Ma, C., Schoutens, W., Beirlant, J., De Spiegeleer, J., Höcht, S., & Van Kleeck, R. (2020). Are green bonds different from ordinary bonds? A statistical and quantitative point of view. *RePEc: Research Papers in Economics*. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/238181/1/wp394en.pdf>

Maltais, A., & Nykvist, B. (2020). Understanding the role of green bonds in advancing sustainability. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-20. <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1724864>

Mary, S., Pothalingam, K., & Rojas, J. (2022, octubre). *Sustainability-Linked Bonds: Coming of Age*. PIMCO. Recuperado 20 de marzo de 2023, de

<https://europe.pimco.com/en-eu/insights/viewpoints/sustainability-linked-bonds-coming-of-age>

Meadows, D. H., Meadows, D. L., Randers, J., & Behrens, W. W. (1972). *The Limits to Growth; A Report for the Club of Rome's Project on the Predicament of Mankind*. Adfo Books. <https://www.donellameadows.org/wp-content/userfiles/Limits-to-Growth-digital-scan-version.pdf>

Organización de las Naciones Unidas. (2015a, 25 septiembre). *La Asamblea General adopta la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible*. Recuperado 30 de enero de 2023, de <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/2015/09/la-asamblea-general-adopta-la-agenda-2030-para-el-desarrollo-sostenible/>

Organización de las Naciones Unidas. (2015b). *Objetivos y metas de desarrollo sostenible*. Objetivos de Desarrollo Sostenible. Recuperado 30 de enero de 2023, de <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/sustainable-development-goals/>

Organización de las Naciones Unidas. (2015c, 12 diciembre). *Acuerdo de París*. Recuperado 30 de enero de 2023, de https://unfccc.int/files/meetings/paris_nov_2015/application/pdf/paris_agreement_spanish.pdf

Park, S. K. (2018). Social Bonds for Sustainable Development: A Human Rights Perspective on Impact Investing. *Business and Human Rights Journal*, 3(2), 233-255. <https://doi.org/10.1017/bhj.2018.6>

Partridge, C., & Medda, F. (2018). Green Premium in the Primary and Secondary U.S. Municipal Bond Markets. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3237032>

Pawliczek, A., Skinner, A. N., & Wellman, L. A. (2021). A new take on voice: the influence of BlackRock's 'Dear CEO' letters. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 1088-1136. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09603-x>

Peeters, S., Schmitt, M., & Volk, A. (2020). Social Bonds Can Help Mitigate the Economic and Social Effects of the COVID-19 Crisis. *EM Compass*, 89. Disponible en IFC: www.ifc.org/ThoughtLeadership

Pollman, E. (2022). The Making and Meaning of ESG. *University of Pennsylvania Law Institute for Law & Economic Research Working Paper N° 659/2022*. https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/esgcoverecgifinal.pdf

Ramnarayan, A. (2021, 29 junio). *Repsol set to raise 1.25 bln euros from sustainability-linked bond*. Reuters. <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/repsol-starts-marketing-debut-sustainability-linked-bond-sale-2021-06-29/>

Reboredo, J. C. (2018). Green bond and financial markets: Co-movement, diversification and price spillover effects. *Energy Economics*, 74, 38-50. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2018.05.030>

Reed, P. M., Cort, T., & Yonavjak, L. (2019). Data-Driven Green Bond Ratings as a Market Catalyst. *The Journal of Investing*, 28(2), 66-76. <https://doi.org/10.3905/joi.2019.28.2.066>

Red Eléctrica. (2020, 13 enero). *Red Eléctrica apuesta por la financiación sostenible: realiza su emisión inaugural de bonos verdes*. [Comunicado de prensa]. Recuperado 20 de marzo de 2023, de <https://www.ree.es/es/sala-de-prensa/actualidad/especiales/2020/01/red-electrica-apuesta-por-la-financiacion-sostenible-realiza-su-emision-inaugural-de-bonos-verdes>

Red Eléctrica. (2021, 10 mayo). *Red Eléctrica bate récords con un nuevo bono verde con el margen crediticio más bajo de la última década*. [Comunicado de prensa]. Recuperado 8 de marzo de 2023, de <https://www.ree.es/es/sala-de-prensa/actualidad/nota-de-prensa/2021/05/red-electrica-bate-records-con-un-nuevo-bono-verde-con-el-margen-mas-bajo-ultima-decada>

Red Eléctrica. (2023, enero). *Plan de sostenibilidad 2023 - 2025*. Redeia. Recuperado 10 de marzo de 2023, de <https://www.redeia.com/es/sostenibilidad/plan-de-sostenibilidad-2023-2025>

Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088.

Reglamento (UE) 2019/2088, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.

Romo, L. (2021). Una taxonomía de actividades sostenibles para Europa (*A Taxonomy of Sustainable Activities for Europe*). *Social Science Research Network*. https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID3774058_code613124.pdf?abstractid=3774058&mirid=1

Rose, P. (2018). Certifying the «Climate» in Climate Bonds. *Capital Markets Law Journal*, 14(1) - *Ohio State Public Law Working Paper No. 458*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3243867>

Sachs, J. D. (2012). From Millennium Development Goals to Sustainable Development Goals. *The Lancet*, 379(9832), 2206-2211. [https://doi.org/10.1016/s0140-6736\(12\)60685-0](https://doi.org/10.1016/s0140-6736(12)60685-0)

Sachs, J. D. (2014). *La era del desarrollo sostenible: Nuestro futuro está en juego: incorporaremos el desarrollo sostenible a la agenda política mundial*. Deusto. https://www.planetadelibros.com/libros_contenido_extra/31/30978_La_era_del_desarrollo_sostenible.pdf

Sachs, J. D. (2015). Achieving the Sustainable Development Goals. *Journal of International Business Ethics*, 8(2), 53-62. http://www.cibe.org.cn/uploadfile/2016/2016_04_14_11193686.pdf#page=53

Sanahuja, J. A. (2021). Pacto Verde Europeo: el giro ambiental de un actor global. *Anuario CEIPAZ*, 13, 69-96. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=8030807>

Savaresi, A. (2016). The Paris Agreement: a new beginning? *Journal of Energy & Natural Resources Law*, 34(1), 16-26. <https://doi.org/10.1080/02646811.2016.1133983>

Scatigna, M., Xia, F., Zabai, A., & Zulaica, O. (2021). Achievements and Challenges in ESG Markets. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3989761>

Sikora, A. (2020). European Green Deal – legal and financial challenges of the climate change. *ERA Forum*, 21(4), 681-697. <https://doi.org/10.1007/s12027-020-00637-3>

Talbot, K. M. (2017). What Does “Green” Really Mean?: How Increased Transparency and Standardization Can Grow the Green Bond Market. *Villanova Environmental Law Journal*, 28(1).

<https://digitalcommons.law.villanova.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1393&context=el>
i

Thérien, J., & Pouliot, V. (2006). The Global Compact: Shifting the Politics of International Development? *Global Governance: A Review of Multilateralism and International Organizations*, 12(1), 55-76. <https://doi.org/10.1163/19426720-01201006>

Tolliver, C., Keeley, A. R., & Managi, S. (2019). Green bonds for the Paris agreement and sustainable development goals. *Environmental Research Letters*, 14(6). <https://doi.org/10.1088/1748-9326/ab1118>

Torricelli, C., & Pellati, E. (2023). Social bonds and the “social premium”. *Journal of Economics and Finance*, 277. <https://doi.org/10.1007/s12197-023-09620-3>

Unicaja Banco. (2022a, mayo). *Marco de Bonos Verdes*. UNICAJA. Recuperado 25 de febrero de 2023, de <https://www.unicajabanco.com/es/inversores-y-accionistas/emisiones/marco-de-bonos-verdes>

Unicaja Banco. (2022b, junio). *Senior Preferred (SP)*. UNICAJA. Recuperado 25 de febrero de 2023, de <https://www.unicajabanco.com/es/inversores-y-accionistas/emisiones/senior-preferred-sp>

Unicaja Banco. (2022c, noviembre). *Senior Non Preferred (SNP)*. UNICAJA. Recuperado 25 de febrero de 2023, de <https://www.unicajabanco.com/es/inversores-y-accionistas/emisiones/senior-non-preferred-snp>

Unión Internacional para la Conservación de la Naturaleza y de los Recursos Naturales, Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente, & World Wildlife Fund. (1980). *Estrategia Mundial para la Conservación: La conservación de los recursos vivos para el logro del desarrollo sostenible*. Recuperado 20 de enero de 2023, de <https://portals.iucn.org/library/sites/library/files/documents/WCS-004-Es.pdf>

Vorisek, D. L., & Yu, S. (2020). Understanding the Cost of Achieving the Sustainable Development Goals. *World Bank Group Policy Research Working Paper 9146*. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-9164>

Vulturius, G., Maltais, A., & Forsbacka, K. (2022). Sustainability-linked bonds – their potential to promote issuers' transition to net-zero emissions and future research directions. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-12. <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2040943>

Wass, S. (2021, 23 junio). *Sustainability-linked bonds in «rapid growth» as more firms tap ESG debt market*. S&P Global Market Intelligence. Recuperado 21 de marzo de 2023, de <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/sustainability-linked-bonds-in-rapid-growth-as-more-firms-tap-esg-debt-market-65049789>

World Bank. (2019, 18 marzo). *10 Years of Green Bonds: Creating the Blueprint for Sustainability Across Capital Markets*. World Bank. Recuperado 15 de febrero de 2023, de <https://www.worldbank.org/en/news/immersive-story/2019/03/18/10-years-of-green-bonds-creating-the-blueprint-for-sustainability-across-capital-markets>

Zhang, R., Li, Y., & Liu, Y. (2021). Green bond issuance and corporate cost of capital. *Pacific-Basin Finance Journal*, 69, 101626. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101626>

Zerbib, O. D. (2019). The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds. *Journal of Banking & Finance*, 98, 39-60. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.10.012>

VI. ANEXOS

ANEXO I. LISTADO DE ENTIDADES ESPAÑOLAS EMISORAS DE BONOS VERDES ACTUALMENTE EN CIRCULACIÓN

- Abanca Corporación Bancaria, S.A.
- Abengoa Greenfield, S.A.
- Acciona Energía Financiación Filiales, S.A.
- ACS Servicios Comunicaciones y Energía, S.A.
- Adif - Alta Velocidad
- Aedas Homes Opco, S.L.U.
- Audax Renovables, S.A.
- Comunidad de Madrid.
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.
- Banco de Sabadell, S.A.
- Banco Santander, S.A.
- Bankinter, S.A.
- Biodiesel Aragón, S.L.
- CaixaBank, S.A.
- Caja Rural de Navarra, S.C.C.
- Elecnor Eficiencia Energética 2020 (Fondo de Titulación).
- FCC Servicios Medio Ambiente Holding, S.A.U.
- Grenergy Renovables, S.A.
- Iberdrola Finanzas, S.A. / Iberdrola International, B.V.
- Instituto de Crédito Oficial.
- Kutxabank, S.A.
- Lar España Real Estate SOCIMI, S.A.
- Metropolitano de Tenerife, S.A.
- Naturgy Finance, B.V.
- Neinor Homes, S.A.
- Red Eléctrica Corporación, S.A. / Red Eléctrica Financiaciones, S.A.U.
- Sacyr Green Energy Management FT
- Sonnedix Finance, S.A.
- Gobierno español.
- Telefónica Emisiones, S.A. / Telefónica Europe, B.V.

- Unicaja Banco, S.A.
- Valfortec, S.L.
- Vía Célere Desarrollos Inmobiliarios, S.A.

ANEXO II. LISTADO DE ENTIDADES ESPAÑOLAS EMISORAS DE BONOS SOCIALES ACTUALMENTE EN CIRCULACIÓN

- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.
- Banco de Crédito Social Cooperativo, S.A.
- CaixaBank, S.A.
- Instituto de Crédito Oficial.
- Kutxabank, S.A.

VII. GLOSARIO

Bono social: bono cuyos fondos recaudados han de ir necesariamente destinados a la financiación o refinanciación de proyectos con un impacto social positivo.

Bono verde: bono cuyos fondos recaudados han de ir necesariamente destinados a la financiación o refinanciación de proyectos con un impacto medioambiental positivo.

Bono vinculado a la sostenibilidad: bono cuyas características (esencialmente, su cupón o vencimiento) están ligadas al cumplimiento de una serie de objetivos en materia de sostenibilidad por parte del emisor.

Climate Bonds Initiative: organización sin ánimo de lucro creada en 2015 que tiene como objetivo principal la promoción del mercado de deuda sostenible a través de la creación de principios y la medición de los niveles de emisión de este tipo de instrumentos en todo el mundo.

Desarrollo sostenible: aquel que es viable económicamente, respeta el medio ambiente y garantiza la equidad en la sociedad.

International Capital Market Association: organización formada por los principales actores del mercado de capitales europeo que se encarga de garantizar su buen funcionamiento a través de la divulgación de estándares de cumplimiento voluntario en la emisión de bonos verdes, bonos sociales y bonos vinculados a la sostenibilidad.

Key Performance Indicator: marcador establecido por el emisor para medir el grado de avance de una actividad u objetivo hacia el resultado pretendido.

Prima: (a) diferencial de precio que un inversor está dispuesto pagar a cambio de un activo financiero determinado o (b) distancia entre el rendimiento de un bono sostenible y su homólogo no sostenible. En el caso de los bonos verdes, recibe el nombre de *greenium*. En el de los bonos sociales, se suele denominar *socium* o *social premium*.

Punto básico: la centésima parte de un punto porcentual, de tal forma que un cambio del 0,20 % corresponde a una diferencia de 20 puntos básicos.

Sustainability Performance Target: objetivo de mejora del desempeño en materia de sostenibilidad marcado por el emisor en atención a su normal rendimiento en la actividad o práctica concreta.

Taxonomía: sistema de clasificación formado por un conjunto de reglas, métricas y estándares que permite la creación de un marco común para el desarrollo de una práctica o la emisión de un producto financiero.