

El Mercado de *GREEN BONDS*: Inversiones Socialmente Responsables

FABRICIO CHALA, CFA*

En 2007, un grupo de inversionistas suecos junto con el banco de inversión Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) propusieron al Banco de Mundial y al Banco de Inversión Europeo (EIB) la iniciativa de crear un instrumento de renta fija denominado *Green Bond*, que financie proyectos para proteger y mejorar el medio ambiente. Esto fue acogido por ambas instituciones¹.

* Especialista en Gestión de Portafolios de Inversión.
fabricio.chala@bcrp.gob.pe.
Chartered Financial Analyst® (CFA)

¹ Ese año, el EIB emitió el bono inaugural de este mercado por 600 millones de euros a un plazo de cinco años y, en noviembre de 2008, el Banco Mundial emitió su primer *Green Bond* por un total de 3 350 mil millones de coronas suecas (US\$ 397 millones) a un plazo de seis años.

Desde la aceptación de la mencionada iniciativa, este mercado ha crecido significativamente y actualmente asciende a US\$ 54 mil millones, mostrando un gran potencial de desarrollo debido al creciente interés por parte de los inversionistas socialmente responsables (SRI)².

Así, en sus cortos años de existencia, los *Green Bonds* han sido emitidos por entidades de variada calidad crediticia. Como se aprecia en el Gráfico 1, el protagonismo inicial de las instituciones supranacionales está siendo desplazado por los emisores corporativos. Entre 2008 y 2013, la emisión total de instituciones supranacionales alcanzó US\$ 26 125 mil millones, mientras los emisores corporativos sumaron US\$ 3 694 mil millones. En contraste, durante 2014, cerca del 60% de la emisión total se concentró en entidades privadas; entre ellos, destacan la emisión del banco francés Credit Agricole por 32 mil millones de rupias indonesias (US\$ 2 500 millones), así como las emisiones de la empresa energética GDF Suez que suman aproximadamente US\$ 3 000 millones.

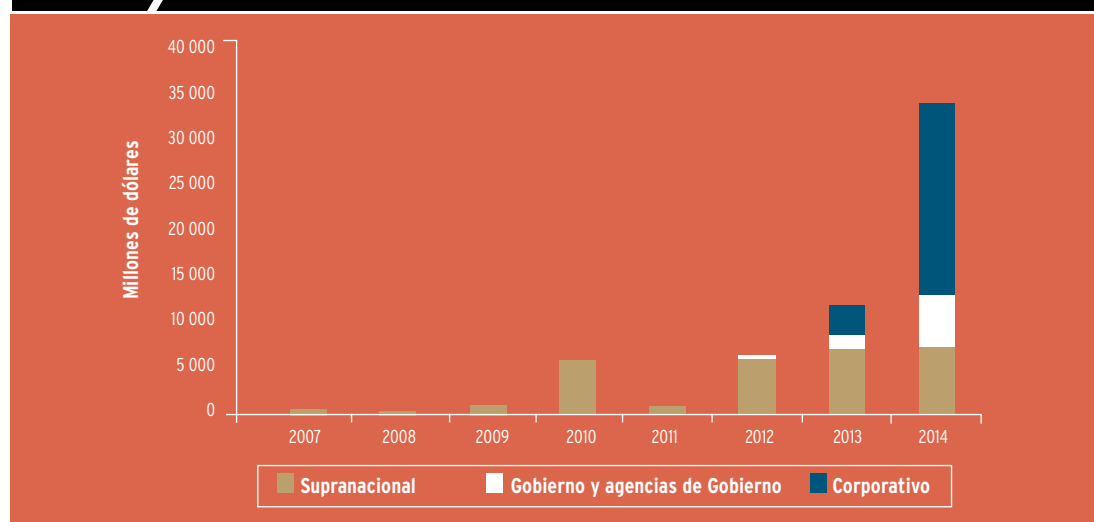
Todo ese desarrollo evidencia cómo el mercado de *Green Bonds* ha evolucionado de emisores supranacionales con mandatos sociales a instituciones privadas con fines ambientalistas que responden a la demanda de un sector de inversionistas cada vez más importante, como lo son los SRI (Gráfico 2).

Por otro lado, como se ve en el Gráfico 3, el mercado de *Green Bonds* ha mostrado una importante evolución en términos de monedas utilizadas para las emisiones. En 2010, existían emisiones en 11 monedas distintas; sin embargo, el acelerado desarrollo de este mercado llevó a un significativo aumento del número de monedas utilizadas, proyectándose un total de 23 monedas para 2014.

En la actualidad, todos los *Green Bonds* vigentes son de grado de inversión, y muchos han sido emitidos con un exceso de demanda que representó de dos a tres veces el monto anunciado. Además, esta iniciativa ha permitido que muchas entidades supranacionales y agencias de gobierno logren diversificar su cartera de inversionistas. Usualmente, los Bancos Centrales y otras instituciones oficiales compraban cerca del 75% de las emisiones referenciales de entidades supranacionales como el Banco de Desarrollo Africano (AFDB). No obstante, cuando el AFDB emitió un *Green Bond* en octubre de 2013, gestores de activos, aseguradoras, y fondos de pensiones tomaron cerca del 70% del monto subastado. En consecuencia, para este tipo de entidades el contar con una amplia base de inversionistas hace más sencilla la posibilidad de conseguir financiamiento para proyectos ambientales en el futuro. Incluso, en el momento de la emisión, muchas instituciones dirigen la asignación de estos bonos predominantemente a inversionistas que tienen una cartera verde o una política acorde con las directrices de SRI, en un marco de apoyo a las inversiones con conciencia ambiental.

En la actualidad, el mercado de *Green Bonds* continúa expandiéndose. En 2014, el monto emitido supera los US\$ 32 mil millones, monto aproximadamente 2,5 veces mayor al monto emitido en 2013 (Gráfico 1). Con ello, el valor total del mercado de *Green Bonds* supera los US\$ 60 mil millones. Evidentemente, esta cifra es aún modesta en comparación al tamaño total del mercado de renta fija (US\$ 80 000 billones) y al financiamiento necesario para realizar los proyectos ambientales para alcanzar la meta de preservación y mejoramiento del medio ambiente, así como de mitigación de

GRÁFICO 1 ■ Emisión anual de *Green Bonds*



FUENTE: Bloomberg.

² Es el inversionista que considera criterios ambientales, sociales y empresariales para generar retornos financieros además de un impacto social positivo.

GRÁFICO 2 ■ Evolución del Mercado



consecuencias adversas a éste, como la reducción de gases de efecto invernadero. Sin embargo, es indudablemente un gran avance en la búsqueda de fuentes de ingresos para proyectos ambientales.

¿QUÉ ES UN *GREEN BOND*?

El principio financiero de los *Green Bonds* es el mismo que el de cualquier otro instrumento de renta fija. El acreedor toma el mismo riesgo de crédito sobre la capacidad de pago de la institución emisora, tal como en el caso de un bono regular, al ser un *pari passu*³ a la deuda *senior* no garantizada⁴ del emisor. Es decir, el inversionista no está directamente expuesto al riesgo específico de los proyectos. De esta manera, si el precio de un *Green Bond* se encuentra alineado con el nivel objetivo de endeudamiento del emisor, el perfil riesgo/retorno de esta inversión será exactamente igual al de un bono regular. Además, estos instrumentos son emitidos bajo la misma documentación de los bonos regulares, haciendo relativamente simple su adquisición. Esto implica que un *Green Bond* podría ser comprado en la práctica por cualquier inversionista que cuente con la habilidad de asumir el riesgo de la institución emisora.

Los *Green Bonds* se distancian de los instrumentos regulares de renta fija en la especificación de cómo los fondos conseguidos en cada emisión deben ser usados. Un *Green Bond* garantiza la utilización de los fondos de cada emisión en el financiamiento de proyectos para preservar y mejorar el

medio ambiente, entre los que destacan el desarrollo de alternativas energéticas, eficiencia energética, sostenibilidad del agua, adquisición de propiedades certificadas como socialmente sostenibles, etc. Asimismo, pueden financiar proyectos para mitigar el daño al medio ambiente, como los dirigidos a reducir los gases de efecto invernadero, o a la prevención y control de la contaminación ambiental, entre otros. Para cumplir con su propósito, los flujos provenientes de estos instrumentos son colocados en una sub-cuenta especial en el balance general del emisor, de manera que solo podrán ser usados para los fines antes especificados.

EJEMPLO DE PROYECTO FINANCIADO POR UN *GREEN BOND*

En un intento por estandarizar el uso de los recursos de los *Green Bonds*, el Banco Mundial en coordinación con otros bancos propusieron ciertos criterios de elegibilidad de los proyectos financiados por estos bonos, conocidos como los "Principios de los *Green Bonds*". Estos principios se basan en cinco pilares: 1) simplicidad, que garantiza la posibilidad de convertirse en un mercado de gran escala; 2) gobernabilidad del proceso de selección de proyectos y coordinación entre las partes; 3) credibilidad en la entidad emisora en su rol ambientalista; 4) trazabilidad en la asignación de las cuentas y flujos por parte del emisor y 5) transparencia en el proceso de reporte de los proyectos e instituciones emisoras.

REVISIÓN POR EXPERTOS EXTERNOS

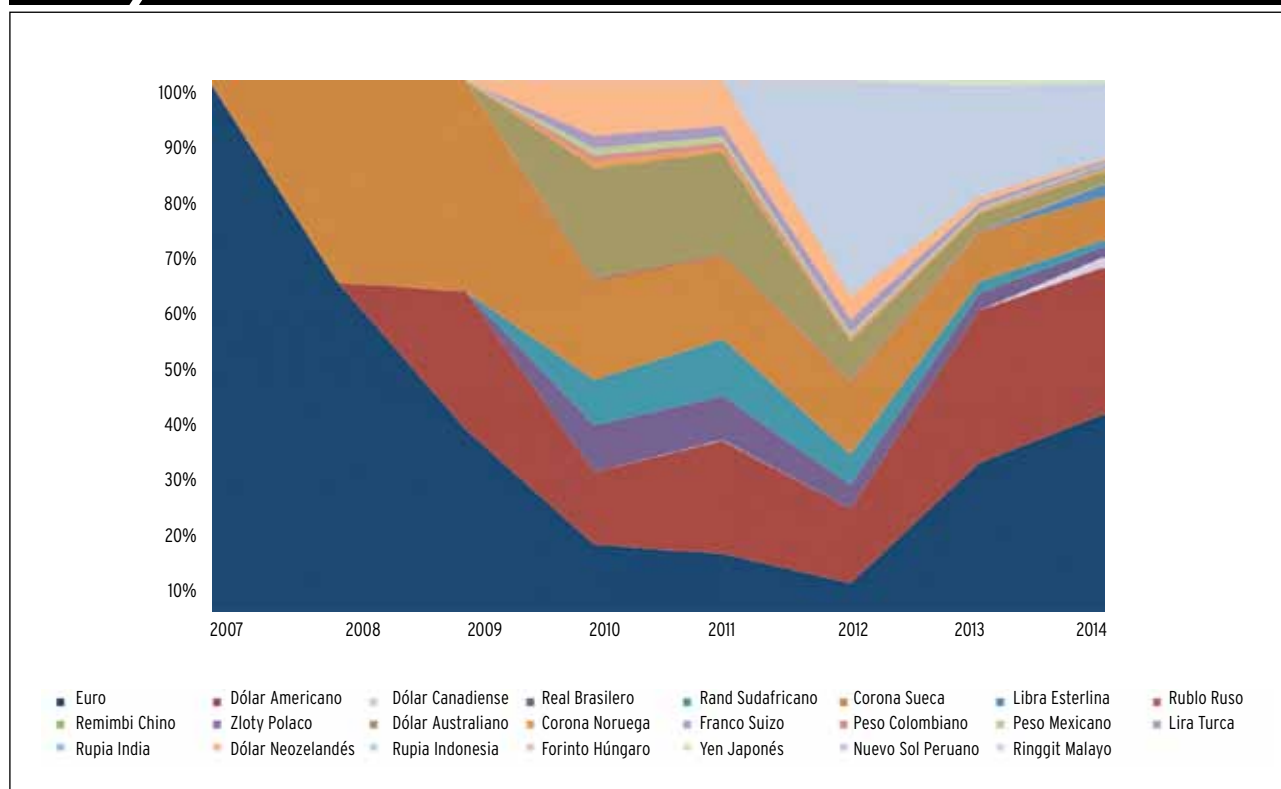
Preguntas que la "segunda opinión" busca responder:

- ¿Son los procedimientos para la evaluación interna adecuados desde un nivel general?
- ¿Los proyectos considerados como "verdes" de acuerdo con las normas y procedimientos tienen una alta probabilidad de ser ambientales?
- ¿Cuál es el espacio en el marco para las evaluaciones subjetivas?
- ¿Son los procesos estandarizados, transparentes y razonablemente fáciles de aplicar?
- ¿Cómo son los efectos externos tomados en cuenta en la evaluación de los proyectos "verdes"?
- ¿Existen rutinas para el seguimiento de los proyectos y la verificación de los resultados?

³ Frase en latín que significa "igualdad de condiciones" que describe situaciones en las que dos o más bienes, valores, acreedores u obligaciones se gestionan igualmente sin ninguna preferencia sobre la otra.

⁴ Deuda que una empresa debe pagar en primer lugar si incurriese en quiebra; sin embargo, esta no es garantizada por ningún activo en específico.

GRÁFICO 3 | Distribución del Mercado de *Green Bonds* por Moneda



Para controlar estos principios, muchos bancos de inversión protegen las intenciones de los inversionistas a través de un proceso de revisión por expertos externos, también llamado “segunda opinión”. Por ello, en los últimos años han surgido grupos independientes de investigadores que se dedican exclusivamente a realizar esta certificación. Un ejemplo de ello es el Centro Internacional para la Investigación Climática y Ambiental en Oslo (CICERO), compuesto por un grupo de académicos noruegos quienes aplican los pilares de los *Green Bonds* sobre la base de una investigación ambiental de alta calidad. El mercado ha crecido a tal nivel que se ha creado una Red de Expertos en la Segunda Opinión (ENSO), una iniciativa global de instituciones de investigación ambiental que cubre una vasta red de experiencia técnica que incluye entidades reconocidas como CICERO y la Universidad de Tsinghua, entre otras.

Por su parte, la diversidad del mandato e incentivos de las distintas instituciones emisoras hace que la clasificación y calificación de los proyec-

tos financiados por *Green Bonds* no sea sencilla. En Alemania, instituciones como Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) trabajan en múltiples tareas para abordar la protección del clima y la transición energética. En Holanda, Nederlandse Waterschapsbank (NWB) y las autoridades locales unen esfuerzos para gestionar los niveles de agua. Por su parte, en África, Corea, Canadá, Noruega y muchos otros países, los líderes regionales como el Banco Africano de Desarrollo (AFDB), Korea Exim Bank (KEXIM), Export Development Canada (EDC) y Kommunalbanken (KBN) trabajan en sus retos individuales. Finalmente, a nivel global, la Organización de las Naciones Unidas (ONU) y el Banco Mundial se enfocan en un entorno en constante cambio para desarrollar conocimientos y compartir soluciones al estrés climático entre naciones.

ÍNDICES DE *GREEN BONDS*

Como consecuencia del desarrollo del mercado de *Green Bonds*, los índices especializados en este

EJEMPLO DE PROYECTO FINANCIADO POR UN *GREEN BOND*

En el año 2010, el Banco Mundial inició un proyecto financiado por flujos provenientes de un *Green Bond* para mejorar la infraestructura en la cuenca del Huai (China) para mitigar las inundaciones y facilitar el drenaje de las aguas. La cuenca del río Huai es la tercer mayor cuenca hidrográfica del país, donde graves inundaciones y desastres ocurren cada 3-5 años con importantes pérdidas humanas y consecuencias económicas. Dado que se estima que la precipitación media en la temporada de verano aumentaría en 5% en los próximos 50 años, el proyecto mejora directamente la resistencia de las comunidades a los impactos del cambio climático.

tipo de instrumentos han comenzado a surgir. En marzo de 2014, Solactive, una empresa alemana estructuradora de índices, anunció la publicación del primer índice de *Green Bonds* en el mercado. El universo de este índice está compuesto por todos los bonos clasificados como *Green Bonds*, de acuerdo a la institución Climate Bond Initiative. Además, los bonos deben tener un principal pendiente de pago de al menos US\$ 100 millones y un tiempo de vida restante mínimo de seis meses, excluyendo bonos convertibles y bonos vinculados a la inflación que puedan cumplir con la clasificación de *Green Bonds*. Todos los bonos se ponderan en función de su valor de mercado, con un máximo de 5% de participación en el índice.

En julio de 2014, S&P Dow Jones Índices anunció la creación de su índice de *Green Bonds*. S&P aplica un criterio riguroso donde considera como *Green Bond* a aquellos bonos cuyo emisor haya claramente revelado información sobre el uso del financiamiento, y cuyo cumplimiento de los “Principios de los *Green Bonds*” haya sido oportunamente verificado por una institución independiente. El índice está compuesto por instrumentos emitidos por instituciones multilaterales, entes de gobierno y empresas privadas; excluye bonos indexados a la inflación y exige un tiempo de vida mayor a un mes.

Por otro lado, Barclays y MSCI publicaron, en noviembre de 2014, el lanzamiento de su índice de *Green Bonds*. Este índice es similar a los descritos previamente; sin embargo, a diferencia de los demás proveedores, Barclays y MSCI no restringen el tiempo de vida mínimo de los bonos, permitiéndole al índice mantener un bono hasta su vencimiento.

La importancia de la publicación de estos índices recae en su utilidad como puntos de referencia para los SRI, que requieren información acerca de los retornos y riesgos de los *Green Bonds* como parte de la asignación de una cartera global. Más aún, la mayoría de los productos de inversión socialmente responsable disponibles hasta 2013 se habían concentrado en instrumentos de capital privado. Por ello, esta nueva familia de índices cubre una carencia en el mercado, sobre todo al considerar el enorme interés generado por los *Green Bonds*.

RETOS DE LOS GREEN BONDS

Los *Green Bonds* son una tendencia prometedora en el mercado de renta fija; sin embargo, sus fundamentos medio ambientales deben ser sólidos para que el mercado alcance su máximo potencial. Así, el desafío más importante que enfrenta la creciente emisión de *Green Bonds* es cómo garantizar que estén financiando proyectos de sostenibilidad ambiental. Por ello, es importante responder ¿qué tan verde es la inversión?

Si bien se han hecho mejoras sustanciales para garantizar la credibilidad de la inversión, no existe la obligatoriedad de una certificación. En efecto, muchas veces la única opinión necesaria es la del emisor. Este es el caso de la emisión de Toyota por US\$ 1,75 millones en 2014 para financiar un proyecto de ventas de autos sin emisiones de monóxido de carbono. El problema recae en la discreción que distintas instituciones pueden tener sobre lo “verde” de los proyectos. Es más, el entender lo “verde” de una emisión va más allá de la transparencia y características del proyecto, y exige entender los riesgos ambientales de las inversiones. La posibilidad de un escándalo como consecuencia del impacto negativo de un determinado proyecto, así como la ocurrencia de desastres, podría ocasionar pérdidas al emisor y, por consiguiente, a los acreedores.

En este sentido, la búsqueda de estándares para el mercado de *Green Bonds* se debe enmarcar en reglas claras y procedimientos sistematizados. Sin embargo, se debe mantener un balance entre aceptar una emisión sin garantías sobre sus fines de financiamiento y el extremo de una emisión con un seguimiento exigente sobre sus fines ambientalistas, que haría costoso y complicado el cumplir los criterios. Asimismo, sería importante implementar un sistema de categorización del impacto ambiental similar a la clasificación crediticia de las empresas clasificadoras de riesgo. De esta forma, los inversionistas contarían con un esquema sistemático para basar sus decisiones de inversión, lo que motivaría inversiones con un impacto cada vez más tangible.

REFERENCIAS

- **Barclays & MSCI. (2014).** Barclays MSCI Green Bond Index.
 - **Bloomberg. (2014).** Green Bonds Outlook 2014: Blooming with New Varietals. Bloomberg New Energy Finance, 19.
 - **Cherney, M. (13 de Noviembre de 2014).** Banks Launch New Indexes For Green Bonds. The Wall Street Journal.
 - **Clapp, C. (2014).** How Green is your Bond? Responsible Investor Insight.
 - **Clean Energy Group. (2014).** What Investors Want. Croatan Institute.
 - **Climate Bonds Initiative y HSBC. (2014).** Bonds and Climate Change: The State of the Market 2014.
 - **Fabozzi, F. (2012).** The Handbook of Fixed Income Securities. Mc Graw Hill.
 - **Flensburg, C. (2014).** What is a Green Bond and Why does it Work? Responsible Investor Insight.
 - **International Capital Market Association. (2014).** Green Bond Principles, 2014: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds.
 - **J.P. Morgan. (2014).** Green Bonds Cross Asset Marketing. Nueva York.
 - **Skandinaviska Enskilda Banken. (2014).** The Green Bond. Estocolmo.
 - **Solactive. (2014).** Launch of the Solactive Green Bond Index.
 - **The Economist. (2014).** Green Grow the Markets. The Economist: The Tragedy of the Arabs.
 - **The World Bank Group. (2014).** Green Bond Process Implementation Guidelines. Washington D.C.
 - **The World Bank Treasury. (2014).** Green Bonds: Six Annual Investor Update 2014. Washington D.C.
-