2021

Encuesta sobre bonos soberanos verdes, sociales y sostenibles

El poder transformador del mercado

Climate Bonds INITIATIVE

HSBC

CCFV CONSEJO CONSULTIVO DE FINANZAS VERDES

Este informe fue preparado por Climate Bonds Initiative con el apoyo de HSBC.
El informe fue traducido gracias al apoyo del Consejo Consultivo de Finanzas Verdes de México.

Introducción

Este documento refleja los resultados de la primera **Encuesta sobre bonos soberanos verdes, sociales y sostenibles (VSS)** realizada con base en conversaciones con 19 emisores soberanos.

Los bonos soberanos simples (*vanilla bonds* en inglés) representan casi la mitad de todos los bonos en circulación. El tamaño actual de los bonos soberanos con vencimiento de al menos un año es de 45 billones de dólares.[1]

Dadas las responsabilidades de la mayoría de los gobiernos centrales en materia de presupuesto y asignación de recursos — especialmente cuando se trata de proyectos de infraestructura a gran escala — los emisores de bonos soberanos tienen la capacidad de aumentar sus inversiones en VSS más que en cualquier otro tipo de activo.

Para aquellos gobiernos que tienen acceso a los mercados de capital domésticos e internacionales, los bonos soberanos VSS pueden atraer la inversión que se requiere para el desarrollo sostenible, además de apoyar en el cumplimiento de los objetivos de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) fijados en los compromisos de cada país a manera de Contribuciones Nacionalmente Determinadas (NDC por sus siglas en inglés) y adoptados bajo el Acuerdo de París de 2015.

Además, la actual pandemia de COVID-19 y sus derivaciones han tenido un impacto sin precedentes en la economía global durante 2020. Se espera que la recuperación subsecuente sea liderada por los gobiernos.

Algunas de las principales economías, entre ellas las de los países nórdicos y Alemania, han declarado que optarán preferencialmente por proyectos verdes y sociales.

A noviembre de 2020, veintidós gobiernos habían emitido bonos soberanos VSS por un total de 96,000 millones de dólares.[2,3] Por lo menos otros catorce gobiernos soberanos han indicado su intención de proceder en el mismo sentido.[4]

Este informe cubre el 97% del monto total emitido de estos bonos, pues contó con los aportes de **diecinueve de un total de veintidós emisores**, quienes compartieron sus experiencias relativas a la emisión de VSS: ocho de mercados desarrollados (MD) y once de mercados emergentes (ME), como se observa en el **CUADRO 1**.[5,6]

Para mediados de noviembre de 2020, estos diecinueve emisores habían lanzado en su conjunto treinta y dos bonos VSS con un saldo pendiente de un poco más de 93,000 millones de dólares.

Los gobiernos cumplen un papel fundamental cuando se trata de favorecer el crecimiento de este mercado; la preparación que ello requiere, difiere de la de los emisores privados.

Contents

3 Resumen de la encuesta
4 Sección 1: El proceso de toma de decisiones
5 Sección 2: Preparación
12 Sección 3: La emisión
20 Sección 4: Reflexiones
22 Siete pasos para impulsar el mercado de bonos soberanos VSS
23 Notas al final del documento

La encuesta sobre bonos soberanos VSS de Climate Bonds exploró los diferentes enfoques y experiencias de los emisores, con el propósito de que se comprenda mejor este mercado y de animar a otros a que se unan al club de emisores soberanos de VSS.

Cuadro 1. Los 19 participantes en la encuesta sobre bonos soberanos verdes, sociales y sostenibles

	Bonos verdes			Bonos sostenibles
Mercados desarrollados (MD)	Francia	Países Bajos	Alemania	Luxemburgo
	Bélgica	Hong Kong		
	Irlanda	Suecia		
Mercados emergentes (ME)	Polonia	Nigeria	Seychelles	Reino de Tailandia (Tailandia)
	Egipto	Indonesia	Chile	México
	Fiyi	Lituania	Hungría	

Resumen de la encuesta

Esta encuesta se diseñó con el fin de explorar los pasos, experiencias y desafíos asociados al proceso de emitir bonos soberanos VSS. Para los emisores de bonos soberanos, la tarea de conseguir capital difiere de la de los emisores privados y otros tipos de entidades, particularmente cuando se trata de bonos temáticos.

En el informe sobre bonos verdes soberanos de Climate Bonds, titulado *Climate Bonds Sovereign Green Bonds y publicado* en 2017, se describe cómo los emisores soberanos pueden hacer una contribución crucial al mercado de VSS, más allá de movilizar capital.[7] Los beneficios se extienden a las entidades emisoras y al mercado en general . En la encuesta sobre bonos soberanos VSS se exploraron las experiencias de quienes los han emitido hasta el momento.

El potencial transformador de los bonos soberanos VSS

Catalizan o mejoran los mercados locales

En la mayoría de los países, una de las principales motivaciones para emitir un bono soberano VSS fue la de apoyar el crecimiento del mercado local de bonos verdes. Los emisores soberanos pueden servir de ejemplo a otro tipo de emisores, puesto que están en la capacidad de ofrecer a los inversionistas oportunidades de inversión seguras y líquidas, con lo cual se libera capital para otros títulos de deuda con calificación más baja y menor grado de liquidez.

Contribuyen a iniciativas estratégicas de mayor alcance

En la mayoría de los casos, lo que impulsó la emisión fue una iniciativa estratégica más amplia dirigida a cumplir con las metas de las NDC y abordar los objetivos de desarrollo sostenible (ODS), así como a mitigar el cambio climático y las desigualdades sociales. Estos planes incluían políticas diseñadas para abordar objetivos de reducción de emisiones o incluso ambiciones de emisiones netas cero.

Permiten una mayor transparencia

El proceso de emitir bonos VSS por lo general involucró un ejercicio de etiquetado del presupuesto (budget tagging), así como el compromiso de rendir cuentas sobre su asignación y sus impactos. Estas auditorías aumentan la transparencia en una medida muy significativa para los ministerios y los órganos parlamentarios, lo que a su vez beneficia a otros actores interesados externos como son los inversionistas.

Diversifican y aumentan la participación de los inversionistas

En la mayoría de los casos, un bono soberano VSS amplió y diversificó la base de inversionistas, una de las principales motivaciones para emitir. Asimismo, los títulos de deuda soberanos VSS alientan a los inversionistas a iniciar estrategias de inversión dedicadas a VSS.

Ofrecen beneficios en precios

La existencia de una base de inversionistas más amplia facilita una valoración más precisa. Si esto continúa, es de esperar que las oficinas de Crédito Público animen a los gobiernos a identificar y a desarrollar una cartera de proyectos apropiados para etiquetarse como VSS, y que puedan beneficiarse del gasto financiado con los recursos obtenidos a través de los VSS.

Facilitan la colaboración transfronteriza y aumentan la visibilidad

Muchos de quienes participaron en la encuesta colaboraron con sus contrapartes de Crédito Público, tanto antes como después de la emisión, en foros especializados y en conversaciones bilaterales. Incluso la utilización de los rendimientos exhibió un elemento de colaboración internacional a través de la financiación de proyectos más allá de las fronteras del país emisor.

Los beneficios que se obtienen superan los retos enfrentados

La emisión de un bono soberano VSS es un compromiso muy serio que conllevó varios retos para algunos de los encuestados. Por ejemplo, a muchos no se les permitió abrir cuentas adicionales para manejar los fondos generados por los bonos VSS. Los resultados de esta encuesta sugieren que hay soluciones probadas para afrontar estas dificultades y que la mayoría de los emisores de bonos soberanos VSS lograron superarlas.

Por lo general, tanto los retos como los costos iniciales fueron compensados con los beneficios obtenidos, entre ellos los de carácter reputacional y los derivados de una mayor visibilidad. Existen numerosos canales de apoyo, entre ellos los bancos de desarrollo, los asesores de estructuración, los proveedores de una segunda opinión (SPO por sus siglas en inglés) y las organizaciones no gubernamentales (ONG) como Climate Bonds, todos los cuales ayudan a navegar el proceso, desde la creación de un marco específico hasta la preparación de informes posteriores a la emisión.

Sección 1: El proceso de toma de decisiones

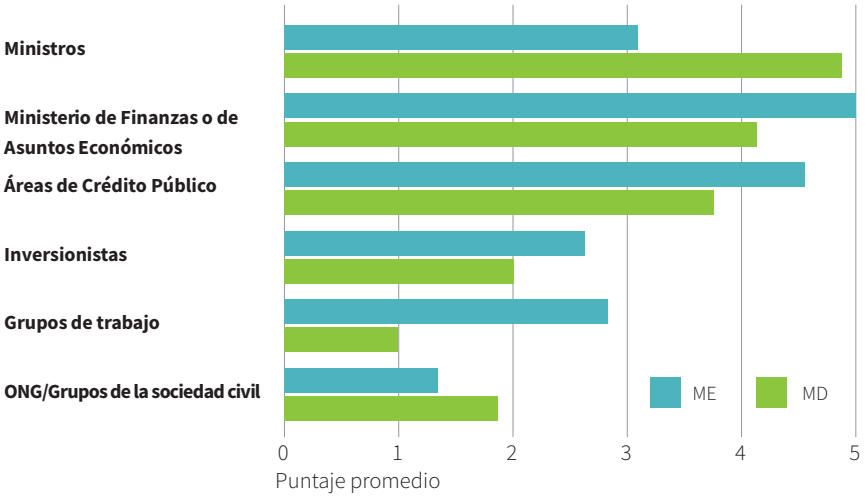
Los ministros tomaron la decisión de emitir

GRÁFICA 1 La decisión de emitir un bono soberano VSS la toman los ministros. Los países de mercados desarrollados (MD) señalaron a un rango amplio de ministerios que jugaron un papel fundamental. En los mercados emergentes (ME) se señaló por lo general al Ministerio de Finanzas como el principal contribuyente de la decisión. El área de Crédito Público quedó en segundo lugar en los ME y en el tercero en los MD. Muchos países crearon un grupo de trabajo sobre financiamiento verde para socializar el proceso de toma de decisiones y/o de emisión del bono; estos grupos tendían a tener una mayor influencia en los ME versus una mínima en los MD. Lo anterior podría responder al hecho de que este tipo de grupos de trabajo no se estableciera sino hasta después de tomar la decisión de proceder con la emisión. En muchos casos, estos grupos se dedicaban exclusivamente al desarrollo y emisión de bonos VSS. En cambio, los inversionistas no cumplieron un papel crítico en la decisión de emitir bonos soberanos VSS.

Los organismos externos tienden a tener una mayor influencia en los ME. En el caso de **Hungría**, el Banco Central prestó un sólido apoyo, al igual que en **Fiyi,** el Banco de la Reserva fue crucial.

Francia declaró que, en su caso, fue una decisión política tomada conjuntamente por el Ministerio del Medio Ambiente (MMA) y el Ministerio de Presupuestos, después de que se hiciera una evaluación cuidadosa de los riesgos financieros y reputacionales de la emisión.

1. Los ministros tomaron la decisión de emitir un bono VSS



Mitigación del cambio climático y desarrollo del mercado: motivaciones claves

GRÁFICA 2 La mitigación del cambio climático y el apoyo al crecimiento de un mercado local de bonos verdes VSS fueron seleccionadas como las razones principales para emitir estos bonos. La mitigación del cambio climático recibió una calificación similar por parte de los participantes de MD y ME, mientras que el desarrollo del mercado obtuvo un puntaje más alto por los encuestados de los MD. Con excepción de un país, una de las prioridades fundamentales en todos los MD fue el impulso al mercado local.

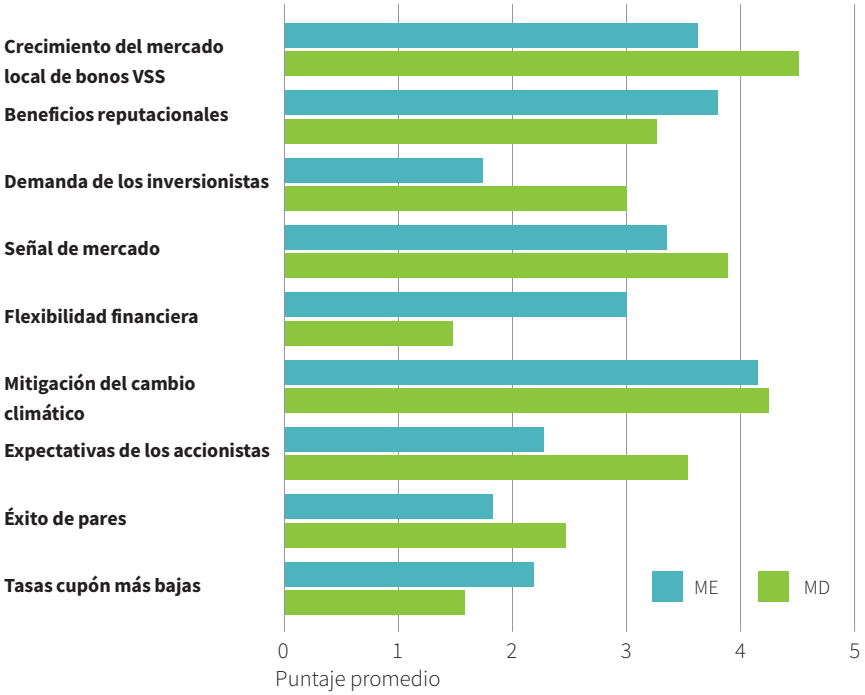
La decisión de emitir un bono VSS coincidió con la adopción de iniciativas gubernamentales y políticas estratégicas de gran escala, una de cuyas medidas fue lanzar un bono VSS. Por ejemplo, en 2016 **Suecia** realizó una consulta para determinar cómo podría promover el crecimiento en el mercado doméstico de bonos verdes, y una de las recomendaciones fue la de emitir un bono verde soberano.

Los países de ME asignaron una mayor prioridad a factores como las tasas de financiación más bajas, el éxito de otros países en su emisión y la flexibilidad financiera. Uno de los encuestados señaló su deseo de explorar otras vías para conseguir capital. Los encuestados de los MD afirmaron que los inversionistas influyeron en la decisión de emitir el bono VSS, así que la presión que estos ejercieron, y la necesidad de responder a las expectativas de otros actores, contribuyeron a la decisión aunque no fueron los principales factores.

Charles Michel, el primer ministro de **Bélgica**, anunció la decisión de emitir un bono verde en 2017. El ímpetu detrás de ello fue el deseo de desarrollar un mercado local de finanzas verdes y demostrar el compromiso de Bélgica con el cumplimiento de sus objetivos ambientales de largo plazo. El precio del primer bono belga se fijó en febrero de 2018.

Hungría citó su deseo de mitigar el cambio climático como el motor principal de la emisión de bonos verdes en euros y en yenes en 2020. El lanzamiento del proyecto coincidió con la publicación de su Plan de Acción para la Protección del Clima en febrero de 2020, fuente de buena parte del gasto elegible. La valoración del bono en euros se hizo en el momento en que las Metas de Acción Climática se presentaban ante el Parlamento como enmienda a la ley de Protección Ambiental.

2. La motivación principal para realizar la emisión fue deten er el cambio climático



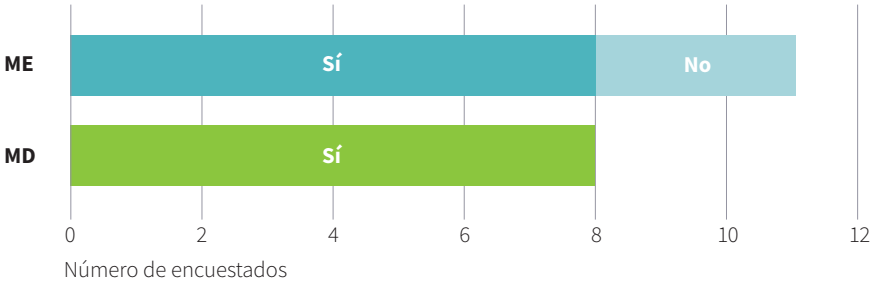
La mayoría creó un grupo de trabajo sobre bonos VSS

GRÁFICA 3 Todos los encuestados de los MD y el 72% de los de ME indicaron que habían contado con un grupo de trabajo dedicado a su bono en el cual estuvieron representados varios ministerios y otras entidades. Estos grupos de trabajo tuvieron a su cargo tareas como identificar gasto verde y apoyar en la divulgación de información (disclosure). Igualmente podían representar a una entidad de gobernanza y/o llevar a cabo tareas de carácter operacional. Se solicitó a los encuestados que nombraran a los miembros del grupo de trabajo. En el **CUADRO 2** aparece una lista no exhaustiva de los varios ministerios y grupos nombrados por al menos un participante. La composición de estos grupos de trabajo varió de un país a otro.

Participación en la selección y monitoreo del gasto

Por lo general, la selección y el monitoreo del gasto elegible estuvo a cargo de los ministerios relevantes, algunas veces representados en el grupo de trabajo. Además de los miembros de este último, hubo otros comités que participaron en el proceso, como por ejemplo comités directivos o un consejo independiente (externo). La representación de sectores específicos se dio a través de la inclusión de actores relevantes, como por ejemplo entidades reguladoras de energía o las compañías ferroviarias nacionales. Entre los actores externos a los organismos gubernamentales que también participaron figuran asesores de estructuración, bancos centrales y el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD).

3. La mayoría de los encuestados crearon grupos de trabajo



Cuadro 2. Lista agregada de miembros potenciales del grupo de trabajo

Internos		Externos
Oficina del Primer Ministro		**Fiscal General**
Oficina de Crédito Público/ Ministerio de Finanzas		**Asociación de mercado de bonos**
Ministerio de Hacienda/Secretaría de Hacienda		**Banco Central**
Agricultura	Vivienda	**Regulador Financiero**
Desarrollo	Infraestructura	**Bolsa de Valores**
Economía	Innovación y Tecnología	**Bancos de Desarrollo**
Educación e Investigación	Interior	**PNUD**
Energía	Trabajo	
Medio Ambiente	Gasto y Reforma	
Familia	Obras Públicas	
Salud	Transporte	

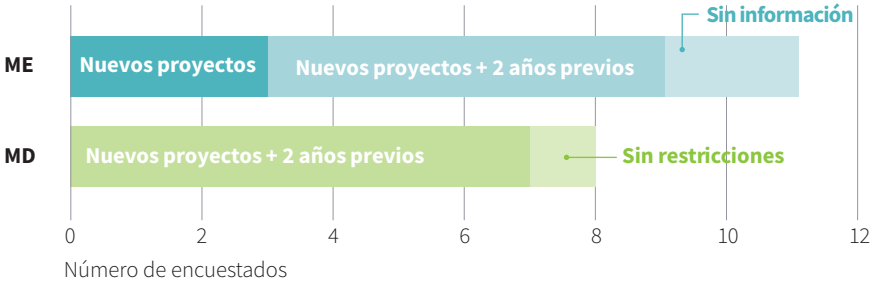
Sección 2: Preparación

GRÁFICA 4 Los bonos soberanos VSS financian gasto más que proyectos, y por lo general no se trata de gasto nuevo. La mayoría de los encuestados afirmaron que su bono VSS financió gasto del presupuesto actual o previo; solo **Lituania, Nigeria, Luxemburgo** y las islas **Seychelles** mencionaron gasto futuro.

Dada la naturaleza de ese gasto, el uso de los fondos generados por los bonos VSS difiere del de otros tipos de emisores. En lugar de financiar directamente ciertos proyectos y/o activos, los tipos más comunes de uso de los recursos provenientes de los bonos soberanos VSS son créditos tributarios, gasto fiscal, subsidios y donaciones.

Por consiguiente, es habitual que se incluyan intangibles entre las categorías elegibles, entre las cuales figuran investigación e innovación, conocimiento científico, y apoyo al talento y a la organización.

4. La mayoría de los encuestados incluyeron gasto de los dos años anteriores



La mayoría de los encuestados respondió que no había tenido la necesidad de introducir nuevas políticas de apoyo a los proyectos financiados con bonos VSS. Por lo general ya existían las políticas idóneas y, como lo señaló uno de los encuestados, aquellas que se introdujeron fueron complementarias.

En los **CUADROS 3 y 4** se dan ejemplos de categorías de gasto elegibles para **Chile** (ME) y **Bélgica** (MD) respectivamente.

Nigeria introdujo su programa de bono soberano verde para financiar proyectos incluidos en el presupuesto del Gobierno Federal. Aquellos que formaban parte del presupuesto aprobado fueron estudiados para comprobar sus credenciales verdes y seleccionados con base en el monto reservado y el endeudamiento doméstico aprobado en el presupuesto a ser emitido como bonos verdes.

Cuadro 3. Ejemplos de gasto elegible: Chile

Tangibles	
Transporte	Inversiones en infraestructura pública y activos destinados a favorecer un cambio modal: transporte público de pasajeros eléctrico
Uso de suelo y recursos marinos	Silvicultura o forestería
Construcción	Inversiones en eficiencia energética en edificios públicos que generen ahorros superiores al 20%
	Subsidios destinados a mejoras de eficiencia energética en vivienda
	Mejoras en el alumbrado público (p. ej.: reemplazo con luces LED)
	Diseño y construcción de edificaciones públicas certificadas bajo el "Sistema Nacional de Certificación de Calidad Ambiental y Eficiencia Energética para Edificios de Uso Público"
	Costos asociados con el reacondicionamiento de instalaciones públicas existentes para que cumplan con la "Certificación de Edificio Sustentable" o para que mejoren el nivel actual de certificación
Energía	Inversiones en proyectos de fuentes no fósiles renovables
	Inversiones en proyectos energéticos solares/eólicos (en tierra) que integren generación de energía y almacenamiento (baterías)
Agua	Manejo de aguas residuales: Instalación o mejora de infraestructura para aguas residuales, incluyendo transporte, tratamiento y disposición final.
	Conservación de recursos hídricos, incluyendo la protección de las cuencas de captación y la prevención de la contaminación que afecta el suministro de agua
	Sistemas de protección contra inundaciones ribereñas, incluyendo la construcción de reservorios para el control de los flujos del agua
Intangibles	
Transporte	Subsidios o incentivos para promover el transporte público
Energía	Programas de capacitación para aumentar el conocimiento técnico sobre instalaciones de energía renovable en los centros donde se imparte educación vocacional
Combinados	
Uso del suelo y recursos marinos	Protección y vigilancia (incluyendo investigación) de áreas marinas protegidas
Agua	Abastecimiento de agua: Instalación o renovación de sistemas de riego eficientes y construcción o renovación de infraestructura sostenible de agua potable (incluyendo investigación o estudios)

Cuadro 4. Ejemplo de gasto elegible: Bélgica

Tangibles	
Construcción	Créditos tributarios para inversiones corporativas en eficiencia energética
	Inversiones en Fondos Inmobiliarios Sostenibles con Certificación Verde
Energía	Apoyo del Estado Federal a la infraestructura de energía renovable
Uso del suelo y recursos marinos	Gasto de inversión para la rehabilitación de suelos
Transporte	Apoyo del Estado Federal a la inversión y a gastos de operación relacionados con la extensión, mejora y mantenimiento de infraestructura de transporte y vías férreas
	Créditos tributarios en favor de los vehículos eléctricos
Residuos	Gasto fiscal para empaques reusables
Intangibles	
Uso del suelo y recursos marinos	Gastos de operación de programas académicos y de investigación sobre biodiversidad, mitigación del cambio climático y otros desafíos ambientales globales
	Inversión en programas sostenibles para la mitigación y adaptación al cambio climático en países en desarrollo

Emisiones de bonos VSS como parte de iniciativas estratégicas más amplias

Salvo uno, todos los encuestados describieron su(s) bono(s) como parte de una iniciativa estratégica más amplia. Varios gobiernos han anunciado planes concretos dirigidos a reducir sus emisiones de carbono a emisiones netas cero a lo largo de las próximas décadas, mientras que para otros se trata de un esfuerzo que todavía no concluye. Los compromisos de los encuestados se registran en el **CUADRO 5.**

Son varios los países donde los impactos del cambio climático ya se perciben. Esto se refleja en varias estrategias que incorporan medidas de adaptación y resiliencia, así como de mitigación.

Estas estrategias comprenden la promoción del financiamiento verde y sostenible, así como la adopción de agendas gubernamentales y legislación de amplio alcance dirigidas a cumplir con las metas del Acuerdo de París y a abordar simultáneamente todas las dimensiones de la sostenibilidad.

Tailandia señaló que los temas sociales y ambientales están interrelacionados, y que el cambio climático y la pobreza deberían ser abordados de manera conjunta. Entre tanto, la intención del gobierno de **Luxemburgo** era convertirse en un centro de finanzas sostenibles.

Cuadro 5. Progreso de los encuestados para alcanzar emisiones netas cero a Noviembre del 2020

País	Año objetivo	Comentarios adicionales
Chile	2050	Propuesta de legislación
Egipto	-	-
Fiyi	2050	Propuesta de legislación
Hungría	2050	Ley (Ley sobre Protección del Clima)
		95% comparado con 1990
Indonesia	-	-
Lituania	2050	Apoya el compromiso de la UE pero no tiene su propia meta específica.
México	2050	En discusión
Nigeria	-	-
Polonia	-	-
Seychelles	2050	En discusión
Tailandia	-	-
Bélgica	2050	80% a 95% comparado con 1990
		En discusión
Francia	2050	Ley (Ley No. 2019-1147 sobre Energía y Clima)
Alemania	2050	Ley
		80% a 95% comparado con 1990
Hong Kong	2050	En discusión
Irlanda	2050	Propuesta de legislación
		80% a 95% comparado con 1990
Luxemburgo	2050	Propuesta de legislación
Países Bajos	2050	95% comparado con 1990
		En discusión
Suecia	2045	Ley (Legislación sobre Clima)
		85% comparado con 1990

Fuentes: https://www.climatechangenews.com/2019/06/14/countries-net-zero-climate-goal/ y https://eciu.net/netzerotracker

"La motivación principal de los **Países Bajos** era acoplar este instrumento verde a la agenda verde más amplia del gobierno. Decidimos practicar lo que predicábamos emitiendo un bono verde."

Elvira Eurlings**, Agente, DSTA, **Países Bajos

"El bono soberano azul de las islas **Seychelles** fue un vehículo de financiamiento innovador para uno de los sectores económicos clave del 'Plan estratégico y hoja de ruta de la economía azul'. Cuando llegó el momento de discutir cómo se podría lograr la transición hacia pesquerías sostenibles, ese fue el punto de partida."

Jan Robinson**, Gerente de Proyecto, Departamento de Economía Azul, **Seychelles

"Los problemas del cambio climático que afectan a **Hong Kong**, como las alteraciones de la temperatura y la mayor frecuencia de tormentas hacen que nos identifiquemos con este tema. La motivación principal de Hong Kong para crear su programa de emisión de bonos verdes fue demostrar el apoyo del gobierno al desarrollo sostenible y fomentar un mercado de bonos verdes, dado que no se registraban necesidades significativas de financiamiento. El gobierno ha concedido una altísima prioridad al financiamiento verde y sostenible dirigido a reorientar los flujos financieros hacia proyectos sostenibles y a crear conciencia, no solo en la ciudad, sino en toda la región".

Grace Wong**, Gerente Senior, División de Desarrollo de Mercados, Departamento Externo, Autoridad Monetaria de **Hong Kong

Un marco de referencia establece los parámetros para la emisión de bonos VSS

En el caso de los bonos verdes, la mayoría de las entidades produce un solo documento en el cual se articula claramente el enfoque propuesto por cada una de ellas. Este por lo general se basa en la aplicación de los **cuatro principios de los bonos verdes: uso de fondos, selección y evaluación de proyectos, gestión de fondos y rendición de cuentas.**

En este marco de referencia se pueden especificar, además de otros datos, las categorías elegibles de proyectos que serán financiados o refinanciados, así como una lista de los excluidos (como por ejemplo proyectos para los cuales está prohibido usar los fondos provenientes de esa fuente). Para verificar la legitimidad del documento, los emisores pueden acudir – y por lo general lo hacen – a proveedores de una segunda opinión (SPO), a la certificación o a otro tipo de verificación a cargo de terceros.

1. Aprobación del gobierno

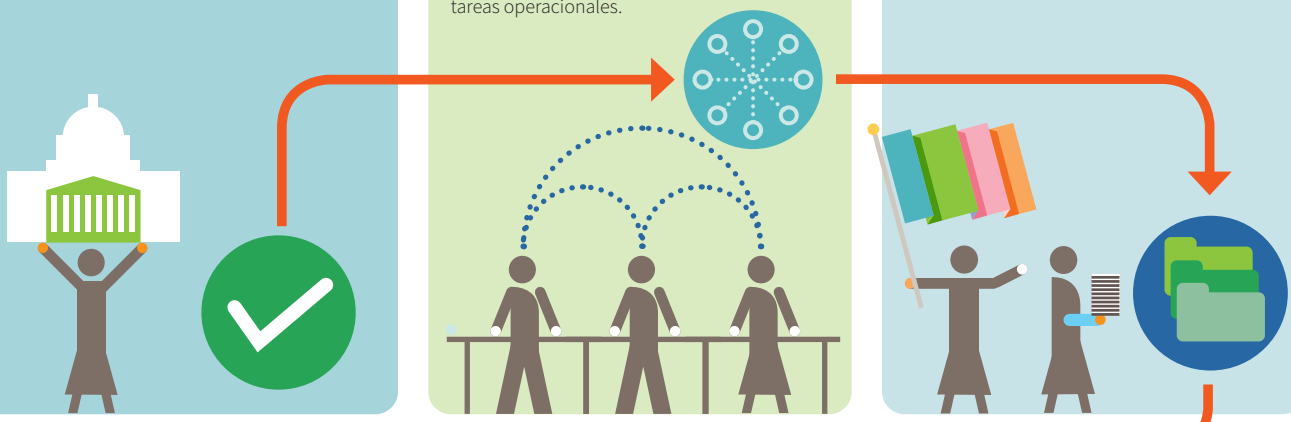
La decisión de emitir bonos soberanos VSS la toman los ministros.

2. Formación de un grupo de trabajo sobre bonos VSS

Entre sus responsabilidades figura la identificación y gestión del flujo de gasto proveniente de los VSS, el apoyo a la divulgación de información y la asignación de tareas operacionales.

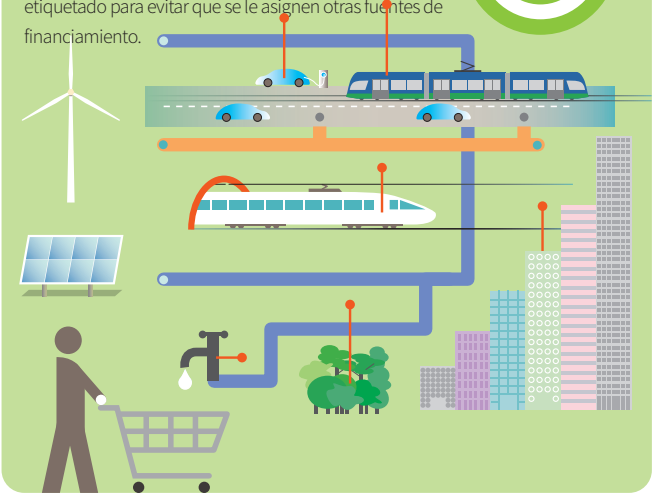
3. Selección del gasto elegible

Las categorías de gasto que habrán de incluirse en el bono soberano VSS por lo general se encuentran alineadas con las prioridades nacionales.



4. Identificación de proyectos deseables

El etiquetado del presupuesto (budget tagging) se puede emplear para determinar qué tipo de gasto se puede incluir. También es posible que el tamaño del gasto deba cumplir con ciertos umbrales y tener impactos medibles. El gasto seleccionado debe quedar claramente etiquetado para evitar que se le asignen otras fuentes de financiamiento.



5. Rendición de cuentas

Será necesario determinar la frecuencia y naturaleza de la rendición de cuentas posteriores a la emisión ante los inversionistas y el Parlamento.

La formación de un grupo de trabajo sobre bonos es esencial para desarrollar los marcos

GRÁFICA 5 La creación de los grupos de trabajo cumplió un papel fundamental en el desarrollo del marco para VSS. De los diecinueve encuestados, quince indicaron que tales grupos se vincularon al proceso, doce analizaron la cartera de proyectos a considerar y seis desplegaron hojas de ruta para el financiamiento verde, aunque con enfoques variados.

Fiyi estableció un comité de supervisión y su portafolio se sometió al escrutinio del Banco Mundial a través de un diagnóstico de vulnerabilidad al clima.

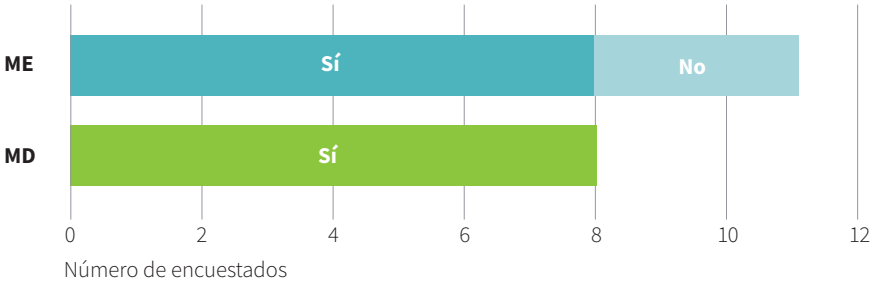
Hong Kong colaboró con otros actores interesados y examinó los marcos VSS de otros países.

Los Ministerios de Finanzas fueron los más involucrados en el desarrollo de los marcos

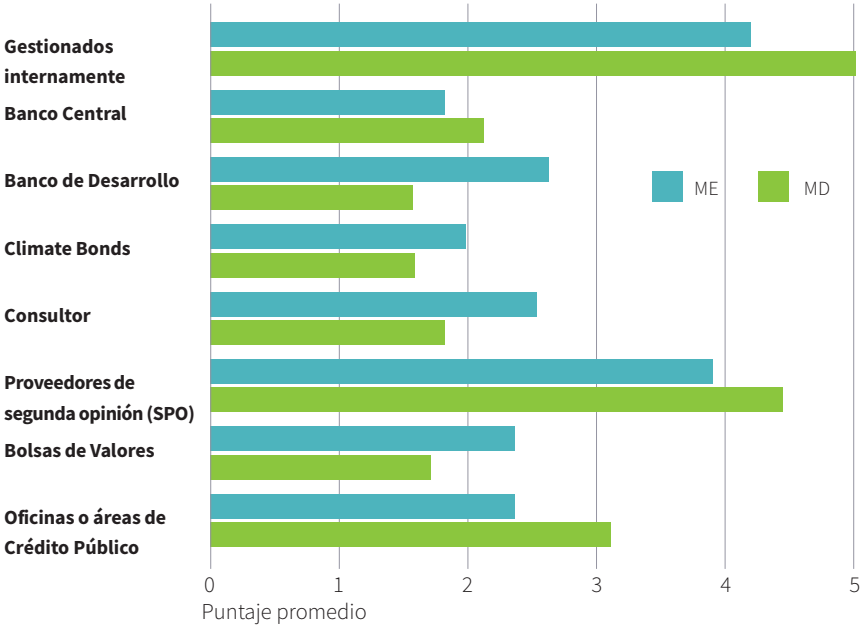
GRÁFICA 6 La mayoría de los emisores gestionaron internamente el desarrollo de su marco. Las áreas de Crédito Público, o sus equivalentes en el Ministerio de Finanzas, fueron clave en este proceso. A menudo el Ministerio de Medio Ambiente también tuvo una vinculación estrecha. Los proveedores de segundas opiniones (SPO) ocuparon el segundo lugar en general y su presencia fue más común en los países con MD.

Los asesores de estructuración también aportaron su conocimiento, especialmente en los MD. Los ME se apoyaron a menudo en los bancos de desarrollo, las bolsas de valores y en Climate Bonds Initiative.

5. Los grupos de trabajo sobre bonos verdes fueron la norma



6. La mayoría desarrolló sus marcos internamente



El papel de los bancos de desarrollo en la emisión de bonos soberanos VSS

Los bancos de desarrollo pueden apoyar a los ME durante todo el proceso de emisión de bonos soberanos VSS. Por ejemplo, **Farah Hussein**, Agente Financiero Senior de la Tesorería del Banco Mundial, describió de la siguiente manera la participación potencial:

"El Banco Mundial presta asistencia técnica a los emisores del sector público de los ME en el desarrollo de mercados de capitales, facilita soluciones de mercado sostenibles, promueve el desarrollo sostenible, y participa en el diálogo sobre emisiones con mandato ambiental, social y de gobernanza (ASG) para todas las inversiones. La asistencia técnica que presta la Tesorería del Banco Mundial para facilitar la emisión de bonos VSS es parte de un trabajo más amplio dirigido a promover y a financiar el desarrollo sostenible, fomentar la transparencia y la regulación de apoyo, canalizar recursos hacia las prioridades nacionales ambientales y sociales, diseñar e implementar mejores políticas, fortalecer las instituciones, aportar información para las estrategias de desarrollo y contribuir a la agenda global.

La Tesorería del Banco Mundial actúa como intermediaria de confianza compartiendo sus propios conocimientos y experiencias con los emisores, incluyendo sus transacciones innovadoras de mercado como son los bonos verdes, los bonos de desarrollo sostenible (o bonos ODS) y las prácticas de manejo de deuda y riesgo, así como su experticia en temas de sostenibilidad y en materia de relaciones y poder de convocatoria con los actores del mercado. Por lo general, su programa de asistencia técnica para finanzas sostenibles se financia a través de su propio presupuesto administrativo, donantes, etc."

El uso elegible de los recursos estuvo alineado con las prioridades nacionales

GRÁFICA 7 Actualmente, numerosos reguladores y encuestados en el mercado se están ocupando de formular guías que permitan determinar qué se puede definir como VSS. Aunque inicialmente se basaron en estándares voluntarios, tanto China como la Unión Europea han establecido marcos obligatorios de definiciones verdes, lo cual representa un hito en este campo. La regulación que rige la taxonomía de la Unión Europea fue promulgada en junio de 2020, mientras que los criterios técnicos que determinan los umbrales para las definiciones de lo que se considera actividades verdes serán incluidos en la legislación a comienzos de 2021. Si bien los criterios técnicos de la taxonomía de la Unión Europea se encontraban todavía en desarrollo, cuatro de los encuestados los usaron como guía para seleccionar los usos elegibles. En general, el proceso fue impulsado por el alineamiento con las políticas nacionales según lo declaró el 68% de los encuestados, siete de los ME y seis de los MD. De los diecinueve encuestados, diez indicaron que estaban utilizando los principios de los bonos verdes (GBP por sus siglas en inglés) de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA por sus siglas en inglés), además de otras guías.

Reglas de gasto parecidas para los bonos vanilla y los VSS

Salvo por el hecho de que están relacionados con gastos específicos, la mayoría de los bonos soberanos VSS están sujetos a las mismas reglas de gasto público que rigen a los bonos vanilla, y por lo tanto se encuentran en el marco principal dentro del cual operan las finanzas públicas de un país. En casi las dos terceras partes de los casos (63%), este marco impone restricciones a la asignación de fondos para usos específicos.

En el mundo corporativo existe la práctica frecuente de abrir una cuenta separada para manejar los fondos que se consiguen a través de bonos VSS, pero la mayoría de los gobiernos no la permiten. La preocupación principal para la mayoría de los emisores soberanos es que se produzca una "doble contabilización", lo cual significa que deben evitar que el mismo gasto se financie dos veces. Esto aplica a aquellos casos donde otra fuente, por ejemplo la Unión Europea, estaba financiando ciertos gastos VSS.

Los cambios de legislación son poco comunes

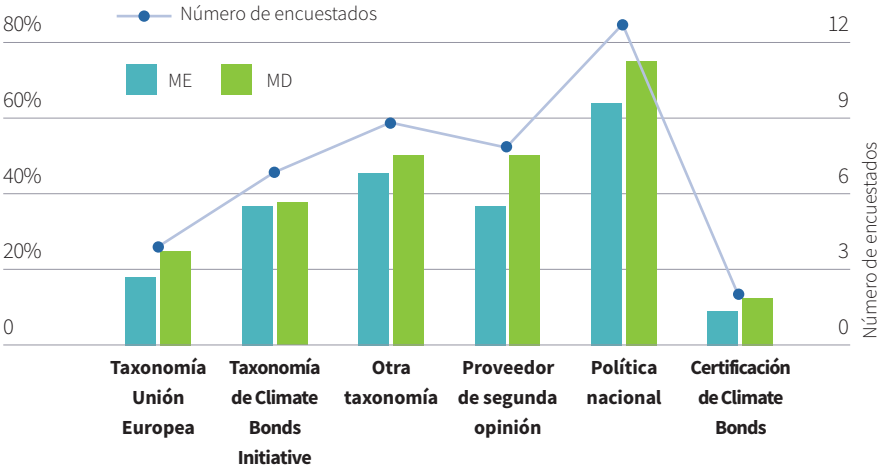
Si bien es cierto que muchos gobiernos no lograron separar los fondos en una subcuenta/subcartera, solo dos de los diecinueve encuestados introdujeron modificaciones de carácter legal. Uno de ellos fue **Polonia**, que introdujo un cambio en la legislación para poder abrir una cuenta exclusivamente dedicada al flujo de fondos provenientes de su programa de bonos verdes. **Bélgica**, por su parte, hizo un pequeño ajuste a la ley existente. Con el fin de eludir las restricciones que impiden destinar recursos a usos específicos, redactó un informe sobre asignaciones en el que informaba a las entidades federales que se había emitido un bono verde con ciertos gastos. Allí especificaba de qué gastos se trataba, con lo cual se aseguraba de que los recursos no fueran usados de nuevo por otras entidades para bonos verdes o sostenibles. **Irlanda** mencionó específicamente que quería evitar hacer un cambio constitucional, de modo que trabajó con una base teórica equivalente. El concepto de equivalencia teórica se refiere a un tipo de garantía con la cual se busca trazar una línea entre los fondosy la manera en que se usan, sin que exista una separación física de los fondos generales. Esta equivalencia teórica funciona como una especie de garantía flotante en los fondos generales. Este sistema se usa con el propósito de que todos los ingresos provenientes de financiación a través de operaciones de endeudamiento se agreguen al fondo central del gobierno, una cuenta única que se mantiene en el Banco Central de Irlanda.

Las islas **Seychelles** forman parte del programa de reforma del Fondo Monetario Internacional (FMI), el cual establece condiciones muy estrictas sobre usos específicos de los fondos del gobierno. Este es un aspecto que se debe tener en cuenta cuando se emiten bonos para usos determinados.

"De acuerdo con la ley **Alemana**, todos los gastos están sujetos a la decisión del Parlamento y por lo tanto nuestras emisiones de bonos verdes están diseñadas para financiar gasto que ya ha sido ejecutado".

Alexandra Beust**, Directora de Relaciones con Inversionistas, Agencia Financiera de **Alemania

7. Las políticas nacionales dictaron los usos elegibles de los ingresos



Las islas **Seychelles** crearon una hoja de ruta para la economía azul, uno de cuyos principales objetivos es el análisis de la cartera de proyectos a considerar

Irlanda trazó una hoja de ruta y usó un precio sombra (o social) para el carbono con el fin de evaluar desinversiones en combustibles fósiles y otros escenarios de la misma naturaleza, lo cual involucró a diferentes departamentos gubernamentales y agencias estatales.

El **Esquema de Certificación de Climate Bonds Initiative** es el primer y único esquema de etiquetado certificado basado en la ciencia para préstamos y bonos verdes. En ese sentido, define las mejores prácticas de mercado existentes para una acción climática ambiciosa, rendición de cuentas y divulgación de información.

Desarrollado con la participación de actores de diferentes sectores del mercado, este esquema incorpora verificación y garantía independiente versus el estándar abierto, así como criterios de elegibilidad basados en evidencia con los cuales se examinan los tipos de inversiones en infraestructura que estén alineados con el Acuerdo de París.

A través de este esquema se han expedido certificaciones para cientos de instrumentos de deuda cuyo monto total ascendía a más de 150,000 millones de dólares a octubre de 2020[8].

Nigeria, Países Bajos, Chile y Tailandia han hecho emisiones soberanas certificadas por Climate Bonds Initiative.

8. Los gobiernos pueden emitir bonos VSS en menos de un año

GRÁFICA 8 La mayoría de los encuestados (89%) respondió que, una vez adoptada la decisión de emitir un bono VSS, tomó menos de un año valorarlo. De hecho, la mayoría indicó que había tomado menos de nueve meses. Sin embargo, el tiempo que toma obtener el visto bueno no se debe subestimar. Esto requirió hablar con operadores primarios e inversionistas y también debates internos. Algunos encuestados mencionaron que la presión para cerrar las transacciones provino parcialmente del calendario electoral.

Lo anterior implica que el concepto, procedimientos y marcos requeridos deben ser lo suficientemente robustos como para asimilar los cambios potenciales en el gobierno.

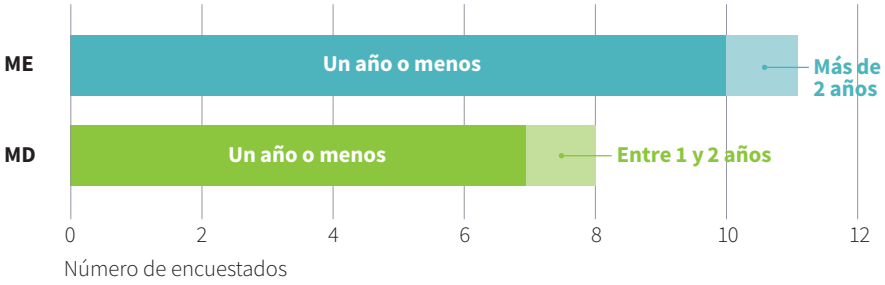
Los roadshows[9] con inversionistas generaron discusiones profundas

GRÁFICA 9 Tradicionalmente, los bonos soberanos en moneda local se emiten a través de un proceso de subasta. Los bonos soberanos en moneda extranjera, y los de todos los demás tipos de emisores, son sindicados, lo cual quiere decir que la venta de la emisión estará a cargo de un grupo de bancos de inversión. Ocasionalmente, los bonos soberanos en moneda local son sindicados, y todos los emisores de MD europeos, excepto los de los Países Bajos, utilizaron esta ruta para emitir su primer bono VSS. La emisión sindicada por lo general involucra un roadshow. En el caso de los VSS soberanos, la configuración de este evento difiere de la 'normal': el 79% de los encuestados señaló que las preguntas planteadas por los inversionistas tuvieron un mayor grado de profundidad que de costumbre. La preparación que exige este tipo de discusiones puede ser mayor, y en el 63% de los casos hubo necesidad de incluir a miembros de otros ministerios en el equipo responsable de responder a esas inquietudes.

Definiciones del presupuesto etiquetado (budget tagging) e inversiones elegibles

La mayoría de los emisores realizó un ejercicio de etiquetado de presupuesto para determinar exactamente cuál era el tipo de gasto que se podría incluir. En casi todos los casos, esto exigió examinar cuidadosamente cada renglón del presupuesto e identificar si se podía clasificar como verde o no. Este proceso por lo general se acompañaba de discusiones con ministros, grupos de trabajo y gabinetes, y contó con el apoyo de terceros, entre ellos asesores de estructuración y estructuradores, quienes podían aportar su experiencia y conocimientos sobre lo que los inversionistas consideraban verde y cuáles eran las mejores prácticas. Asimismo, los proyectos se seleccionaron con base en su tamaño y en la posibilidad de medir sus resultados, previendo posibles problemas con la rendición de cuentas posteriores a la emisión y asegurando que no se incluyeran demasiados gastos.

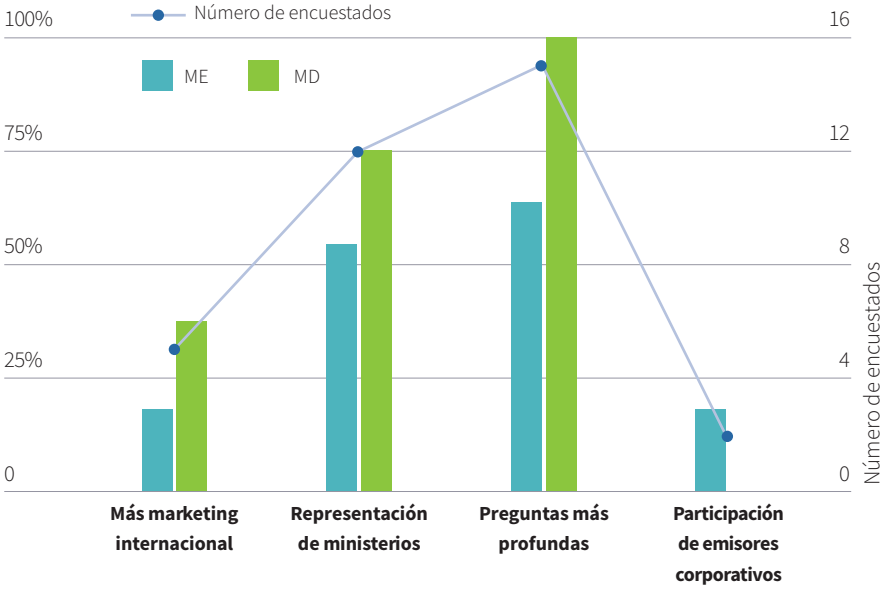
8. Los gobiernos pueden emitir bonos VSS en menos de un año



Una vez nombrados los estructuradores, a **Tailandia** le tomó entre tres y cuatro meses emitir su bono sostenible. Sin embargo, la decisión de hacer la emisión tomó un par de años.

A **Alemania** le tomó un mínimo de nueve meses analizar si la emisión de un bono verde resultaba económica. Esta era una de las condiciones que debía cumplirse antes de que se diera el visto bueno

9. Cómo se diferencian los roadshows de los VSS de su configuración usual



A través del ejercicio de etiquetado presupuestal, los emisores se familiarizaron con el sistema de clasificar el gasto según taxonomías verdes y sociales, con los datos necesarios para hacerlo y con las diferencias entre los varios estándares. El gasto futuro podía ser etiquetado como parte del proceso de aprobación, simplificando así el trabajo requerido para emisiones futuras de bonos VSS.

Indonesia describió un proceso en dos niveles. Primero, la Oficina de Política Fiscal etiquetó los reglones presupuestales con base en categorizaciones predeterminadas. Segundo, el Ministerio de Finanzas examinó cada uno de los gastos etiquetados para establecer su elegibilidad.

Fiyi estudió su presupuesto y lo dividió en tres tonos de verde.

Francia asignó un coeficiente verde a cada renglón del presupuesto dependiendo de qué tan verde era el tipo de gasto en relación con las seis prioridades ambientales de la taxonomía de la Unión Europea: mitigación del cambio climático; adaptación al cambio climático; gestión de recursos hídricos; economía circular; contaminación, y biodiversidad. Este ejercicio ha sido integrado al proceso del presupuesto.

Los **Países Bajos** querían que su bono fuera 'verde oscuro'. Se trataba de una medida de gestión de riesgo para evitar controversias. Detrás de cada categoría de gasto elegible había distintas lógicas. Por ejemplo, la vivienda se eligió porque se trata de algo tangible y 'aterrizado', mientras que el transporte fue seleccionado por su tamaño. En aras de la simplicidad, se optó por una lista corta.

Los inversionistas indagaron acerca del alineamiento con la política pública y el gasto

En los roadshows que involucran bonos convencionales, las preguntas por lo general tienen que ver con liquidez y crédito, pero en el caso de los bonos verdes soberanos estos tópicos no fueron el centro de atención. Los inversionistas querían saber acerca de la estrategia del gobierno y cuál era el tipo de gasto que se financiaría con bonos VSS.

También surgieron preguntas sobre el compromiso de hacer emisiones con regularidad, sobre gestión de liquidez y sobre si se aspiraba o no a crear una curva verde.

El 84% de los encuestados coincidió en que los inversionistas querían más información sobre el uso de los fondos, el 74% dijo que habían mencionado el vínculo con las políticas nacionales, mientras que el 42% indicó que se habían referido a la reducción de emisiones. Solo dos emisores, ambos de ME, invitaron a emisores corporativos a participar en su roadshow para que conocieran mejor el proceso. Estos eventos sirven de foro para que los inversionistas clarifiquen de antemano ambigüedades como la doble contabilización, y para guiar las expectativas sobre asignaciones e informes de impacto.

Lituania emitió su bono verde mediante subasta y habló con cada uno de los inversionistas en lugar de utilizar el roadshow. Lo que pensaban los inversionistas sobre los plazos y sobre la participación esperada en las subastas se averiguó mediante contactos con operadores primarios.

El *roadshow* de **Bélgica** se prolongó mucho más de lo normal y se concentró en inversionistas institucionales. Los representantes del Ministerio de Finanzas estuvieron dispuestos a responder las preguntas en profundidad de los inversionistas acerca de ciertos gastos de presupuesto, algo que por lo general no sucede.

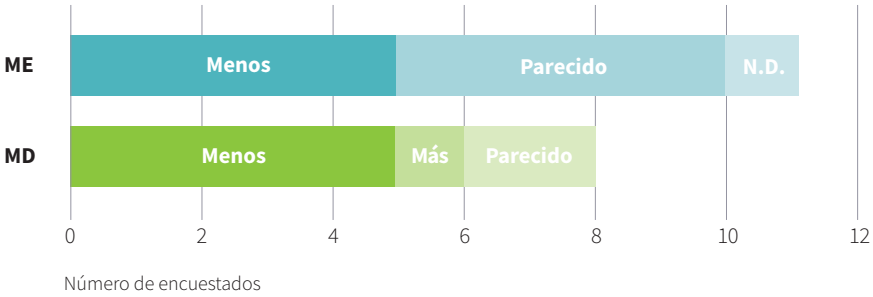
Sección 3: La emisión

El costo de emitir bonos soberanos VSS es similar o menor que el de los bonos vanilla.

GRÁFICA 10 El consenso entre los encuestados fue que, cuando se contrastaban los rendimientos comparables, el costo de emitir bonos VSS era inferior o parecido al de los bonos vanilla. Uno de los emisores de los ME dijo no tener punto de comparación (n.d), mientras que uno de los de MD describió los costos como superiores, incluyendo los gastos periféricos involucrados.

Los costos de organización y administración no deben ser necesariamente una barrera de entrada para los emisores de VSS de ME. Algunos de estos costos pueden cubrirse mediante programas financiados por la Corporación Financiera Internacional (IFC por sus siglas en inglés), el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Asiático de Desarrollo (BAD), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el PNUD y otras instituciones de la misma naturaleza. La mayoría de los encuestados de ME recibieron asistencia técnica, a menudo de varias fuentes. Esta colaboración puede crear una capa adicional de tranquilidad para los inversionistas, en la medida en que fortalece la transparencia y da validez al empeño.

10. El costo de financiar bonos VSS fue parecido o inferior al de los bonos vanilla equivalentes



El PNUD envió una carta en la que reconocía el alineamiento que se registraba en el marco ODS usado por **México.** Allí felicitaba la originalidad de sus características, entre ellas el uso de los ODS como punto de entrada, así como sus criterios de elegibilidad, a saber, el relevamiento de datos espaciales para identificar a las comunidades menos favorecidas. El PNUD también emitió una opinión sobre el informe de impacto.

En 2020, el BAD colaboró con **Tailandia** en la estructuración de su primer bono sostenible. El banco asesoró al país en múltiples aspectos, como por ejemplo en las mejores prácticas de rendición de cuentas, la cotización en el mercado de valores y los criterios de selección de activos para emisiones posteriores. La participación del BAD dotó de un mayor rigor al proceso de emisión, con lo cual se estimuló la confianza de los inversionistas.

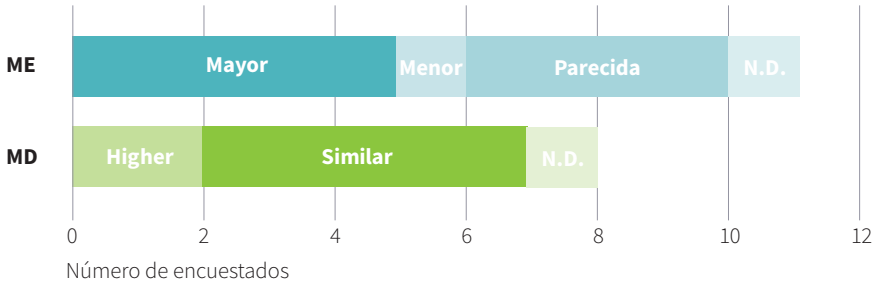
Ejemplos de asistencia técnica:

Los bonos soberanos VSS atraen una mayor sobredemanda

GRÁFICA 11 Los encuestados dijeron que la demanda de estos bonos fue similar o incluso mayor que para los bonos vanilla equivalentes. En algunos casos, como los de Suecia, Hong Kong y las islas Seychelles, no existía un punto de comparación para establecer la equivalencia.

Para dar contexto sobre las discusiones sobre la demanda, en la **GRÁFICA 12** se ofrecen algunas comparaciones. Estos son promedios de la relación entre la demanda inicial de bonos y la adjudicación final (bid to cover ratio) para las tres subastas previas de títulos vanilla con características parecidas a las del bono VSS. Reconociendo que la dinámica de la demanda varía según el panorama económico y geopolítico del momento, así como el tamaño y el vencimiento de diferentes títulos valor, los resultados indican que, de todas maneras, lo más común es que se registre una mayor demanda de bonos soberanos con la etiqueta VSS.

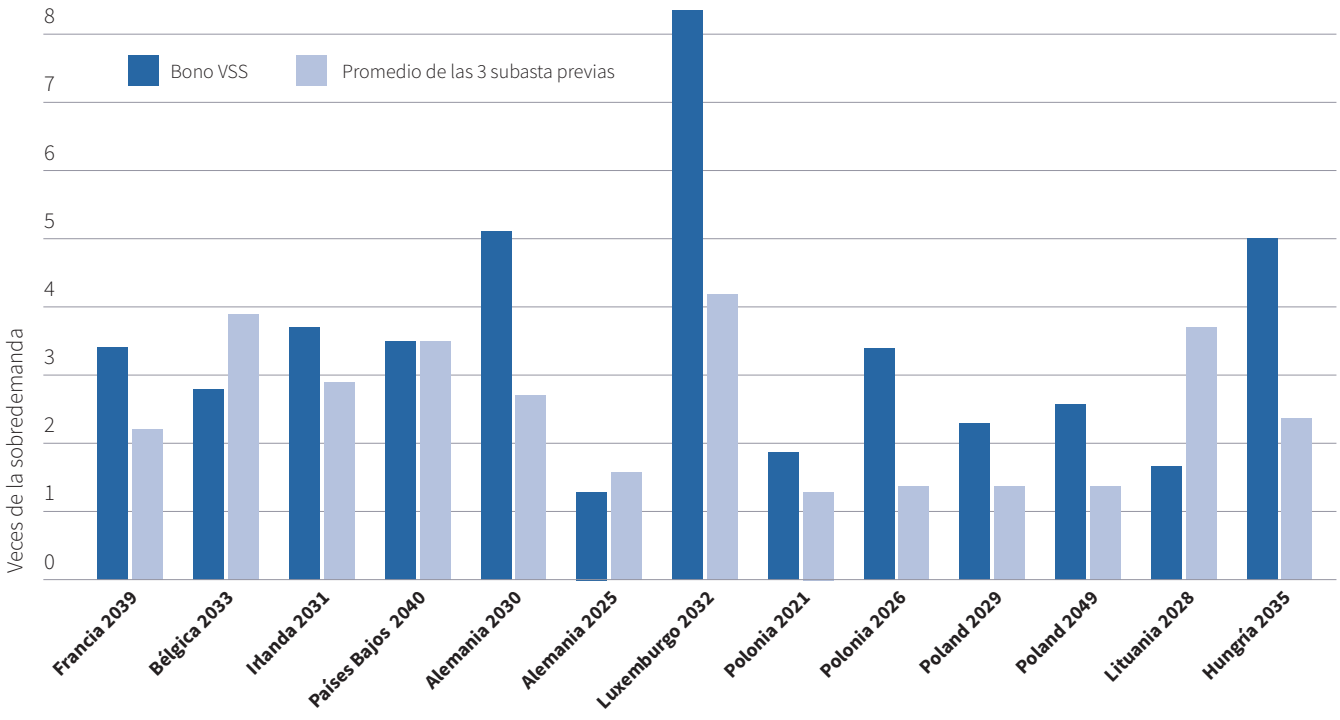
11. La demanda fue parecida o superior para los bonos VSS comparada con los vanilla



"Los inversionistas ASG constituyeron dos tercios de la cartera de pedidos, que alcanzó 7,500 millones de euros. La demanda fue mucho más elevada que para nuestro acuerdo previo".

Zoltan Kurali**, Presidente, Gestión de Deuda Gubernamental, **Hungría

12. La demanda de bonos soberanos VSS comparada con tres subastas previas de bonos *vanilla* del mismo emisor



Greenium y bonos soberanos VSS

Una prima de emisión es un rendimiento adicional que obtienen los compradores y que el emisor paga por un bono nuevo, comparado con el valor que se paga en el mercado secundario por una emisión de bonos experimentada o de continuación (seasoned bonds) del mismo emisor en el momento de la emisión. Esta es una característica típica del mercado de bonos.

Sin embargo, en ocasiones un bono puede ser emitido a un precio más alto y una menor tasa de rendimiento comparado con la deuda existente, de manera que su tasa va a estar por debajo de su curva de rendimiento asociada. Cuando esta prima está presente en un bono verde, se le denomina **greenium**.[10]

Los encuestados aportaron a la encuesta curvas de rendimiento para veintitrés bonos soberanos VSS individuales (algunos habían emitido bonos múltiples en más de una moneda). Las tasas de rendimiento se observan en el **CUADRO 6**.[11]

Cuatro de los bonos de la muestra exhibían una prima normal de emisión, mientras que nueve y diez de ellos encajaban en las categorías de 'greenium y 'sobre la curva' respectivamente.

Esto sugiere que, en términos generales, existe un desbalance entre oferta y demanda que pone en evidencia la escasez de bonos soberanos VSS. Esto coincide con los resultados de la encuesta Climate Bonds Green Bond European Investor Survey realizada por Climate Bonds Initiative en 2019 entre los inversionistas de bonos verdes europeos. Estos últimos expresaron allí su deseo de comprar más bonos verdes de emisores soberanos.[12]

El interés en la inversión sostenible ha aumentado aún más desde que se publicaran los resultados de la Encuesta de Inversionistas en 2019. El número de inversionistas dedicados ha crecido rápidamente, a medida que la pandemia de COVID-19 hace cada vez más evidente el papel que deberá cumplir esta comunidad en lo que se refiere a lograr una recuperación sostenible y ecológica.

El *greenium* se ha vuelto aún más común en la segunda mitad de 2020, pero no se puede garantizar para cada uno de los bonos VSS. Más allá del etiquetado verde, la dinámica normal del mercado de instrumentos de deuda puede influir, y de hecho influye, en los resultados de la valoración.

Para todos los emisores de los MD excepto **Luxemburgo**, la emisión de un título líquido de gran tamaño (benchmark) en euros –la moneda local de la mayoría de los inversionistas verdes dedicados— ha ayudado a obtener o bien un greenium o una tasa sobre la curva de rendimiento.

Luxemburgo por lo general tiene pocas necesidades de financiamiento, y el total de bonos en circulación con vencimiento a un año o más asciende a solo 11,800 millones de euros (13,700 millones de dólares); esto, comparado por ejemplo con **Alemania**, que tiene cerca de 1.2 billones de euros (1.3 billones de dólares). En los MD, la combinación de una base de inversionistas establecidos y de inversionistas socialmente responsables puede ayudar a comprimir los rendimientos que los emisores soberanos de VSS deben ofrecer en el mercado de deuda.

En los ME, donde la liquidez es típicamente menor, tres de los bonos fueron valorados con prima de emisión. Históricamente, la mayoría de las inversiones VSS dedicadas se ha concentrado en los MD, dado que es allí donde existe el mayor número de conjuntos de oportunidades de inversión. La combinación de una mayor cantidad de oportunidades de inversión, un entorno de bajo rendimiento y un mayor interés en las estrategias de inversión VSS debería propiciar el surgimiento de un mayor número de mandatos discrecionales. Cada gobierno puede contribuir al crecimiento del mercado con inversiones verdes cada vez mayores, haciendo que los mandatos VSS sean la opción por default para los fondos de pensiones del sector público, por ejemplo. Quienes están en los MD pueden asignar una porción de su cartera de inversiones a los bonos originados en los ME.

Cuadro 6. Los bonos soberanos VSS tienden a estar sobre su curva de rendimiento o con un greenium (por debajo de la curva de rendimiento)

Emisor	Fecha de valoración	Tamaño original (mm moneda local)	Tamaño original (mm dólares)	Moneda	Resultado de la valoración
Francia 2039	24/01/2017	7.0	7.5	EUR	*Greenium*
Bélgica 2033	26/02/2018	4.5	5.5	EUR	Sobre la curva
Irlanda 2031	10/10/2018	3.0	3.5	EUR	Sobre la curva
Países Bajos 2040	21/05/2019	6.0	6.7	EUR	*Greenium*
Bund alemán 2030	02/09/2020	6.5	7.7	EUR	*Greenium*
Luxemburgo 2032	07/09/2020	1.5	1.8	EUR	Prima de emisión
Bobl alemán 2025	04/11/2020	5.0	5.9	EUR	*Greenium*
Polonia 2021	12/12/2016	0.8	0.8	EUR	Prima de emisión
Polonia 2026	31/01/2018	1.0	1.2	EUR	Sobre la curva
Indonesia 2023	22/02/2018	1.25	1.25	USD	Sobre la curva
Lituania 2028	30/04/2018	0.02	0.02	EUR	Prima de emisión
Indonesia 2024	12/02/2019	0.75	0.75	USD	Sobre la curva
Polonia 2029	28/02/2019	1.5	1.7	EUR	Sobre la curva
Polonia 2049	28/02/2019	0.5	0.6	EUR	Prima de emisión
Chile 2050	17/06/2019	1.4	1.4	USD	*Greenium*
Chile 2031	25/06/2019	0.9	1.0	EUR	Sobre la curva
Chile 2040	21/01/2020	1.3	1.4	EUR	Sobre la curva
Chile 2032	22/01/2020	0.75	0.75	USD	Greenium
Hungría 2035	02/06/2020	1.5	1.7	EUR	Sobre la curva
Indonesia 2025	16/06/2020	0.75	0.75	USD	*Greenium*
Tailandia 2035	13/08/2020	30	0.975	THB	*Greenium*
Egipto 2025	29/09/2020	0.75	0.75	USD	*Greenium*
México 2027	09/14/2020	0.75	0.9	EUR	Sobre la curva

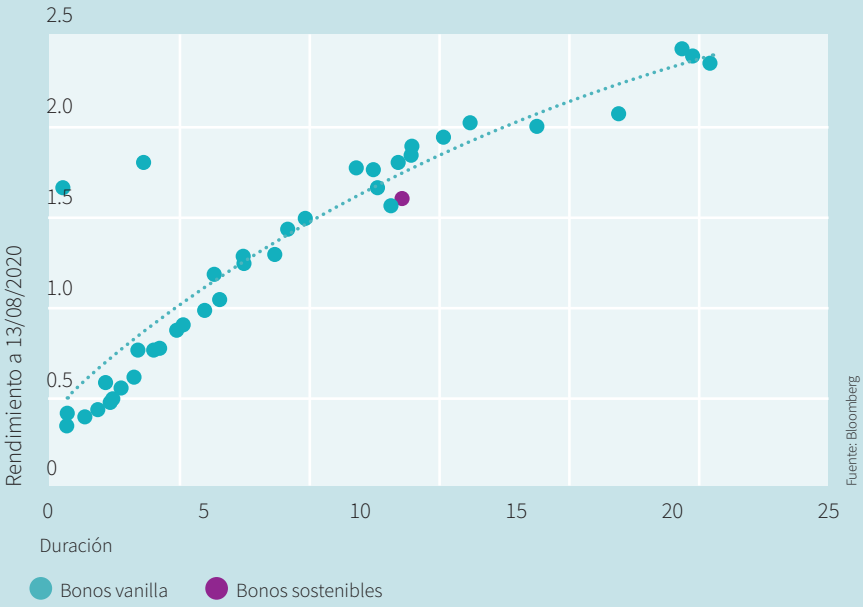
Lituania señaló que los bonos VSS crean mayores responsabilidades y trabajo adicional en lo que toca a la rendición de cuentas, un requerimiento que no existe para los bonos vanilla. Estos esfuerzos deben producir beneficios tangibles, además de una leve gratificación reputacional. Una diferencia en el precio ante la existencia de una base de inversionistas dedicados ayudaría.

"Si los inversionistas asignan valor a ese elemento verde adicional y a la plena transparencia que conlleva, es posible que acepten un rendimiento levemente inferior".

Alexandra Beust**, Directora de Relaciones con los Inversionistas, Deutsche Finanzagentur, **Alemania

El 13 de agosto de 2020, **Tailandia** valoró el primer bono soberano sostenible de la región ASEAN con el apoyo del BAD. El monto total del bono fue de THB 30 billones (975,000 millones de dólares) divididos en dos tramos. Cada tramo tenía una fecha de liquidación, tal y como lo exigen las regulaciones del mercado de bonos de Tailandia cuando se trata de bonos en dos tramos cuyos fondos se destinan a usos diferentes. El tramo más pequeño, por THB 10 billones (300 millones de dólares) se asignó a gasto verde para transporte bajo en carbono, mientras que el restante, por THB 20 billones (600 millones de dólares), se asignó al componente social de los gastos relativos al paquete de rehabilitación por COVID-19. Los inversionistas enviaron una sola indicación de interés y recibieron asignaciones proporcionales de cada uno de los tramos. La cartera de pedidos excedió los THB60 billones (1,900 millones de dólares) y el bono se valoró dentro de su curva de rendimiento, cercana a la del bono a 15 años, cuyo tamaño era tres veces mayor.[13] **GRÁFICA 13**

13. Tailandia 2035 THB - Greenium



Bonos vanilla Bonos sostenibles

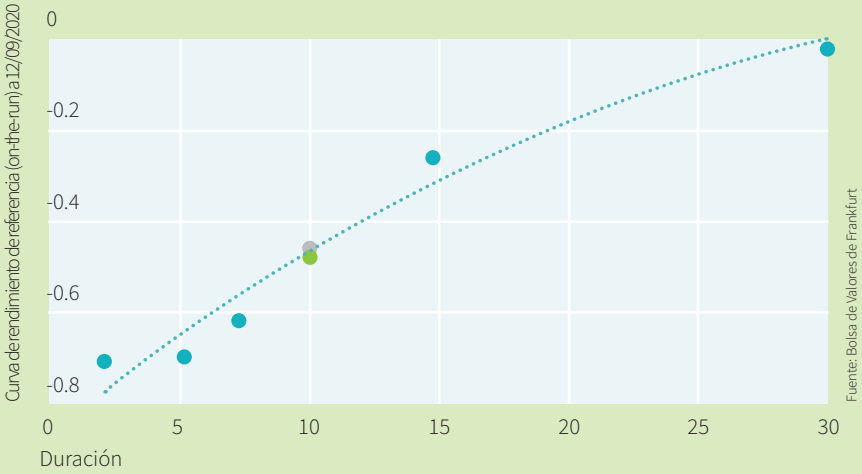
Alemania adoptó un enfoque original para la emisión de sus bonos verdes: una estructura de bonos 'gemelos'. El 17 de junio de 2020, la Finanzagentur alemana (Crédito Público) emitió un Bund gemelo simple (a 10 años) por 5,000 millones de euros (5.6 millones de dólares). Posteriormente, este se reabrió múltiples veces hasta alcanzar un monto de 30,500 millones de euros (34,100 millones de dólares) a 20 de noviembre de 2020. El 2 de septiembre de 2020, el Ministerio también lanzó un Bund verde por 6,500 millones de euros (7,280 millones de dólares) con las mismas características del bono vanilla, salvo en lo que se refiere al uso de los fondos; a este, lo denominó 'gemelo verde'. En efecto, se trata de un tramo no fungible que seguirá manteniendo un identificador separado hasta su vencimiento.

Si bien el gemelo verde es más pequeño, ambos comparten los mismos flujos de caja para que se pueda determinar si los inversionistas valoran o no la etiqueta verde. Crédito Público ha prometido canjear el bono gemelo verde por el gemelo simple en cualquier momento, para que así la diferencia de tamaño no afecte la liquidez. El Bund verde se valoró con un greenium, y hasta noviembre de 2020 se había mantenido dentro de la curva del bono vanilla.

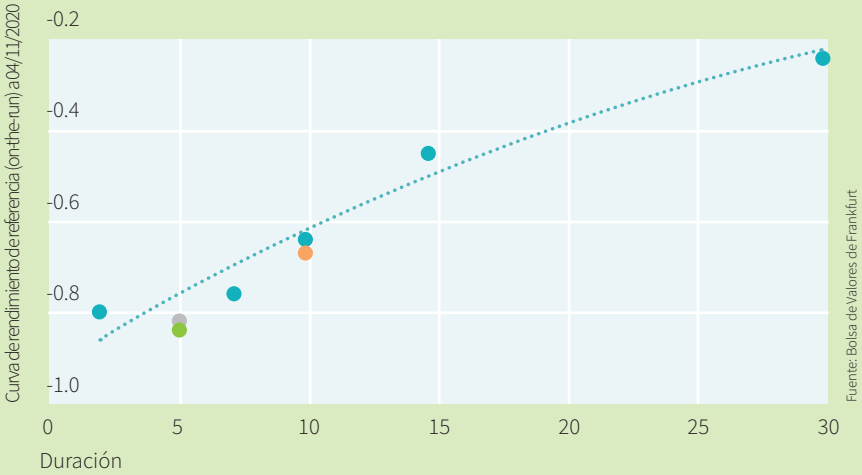
Alemania repitió este ejercicio el 4 de noviembre de 2020, emitiendo un gemelo verde a 5 años (Bobl). Crédito Público opera siguiendo un calendario estricto de emisión, y como la fecha coincidía con la de las elecciones presidenciales de Estados Unidos, el cubrimiento de prensa fue menor. Sin embargo, el Bobl verde se valoró con un greenium de 1.5 puntos base y hasta noviembre de 2020 se había mantenido dentro de la curva del bono vanilla.

El recuadro continúa en la página 16

14. Bund alemán 2030 EUR - Greenium



15. Bobl alemán 2025 EUR - Greenium



Nueva emisión de bonos verdes Bonos vanilla Bono verde experimentado
Bonos vanilla emitidos el mismo día del bono verde

Precios de referencia del Bundesbank procedentes de la bolsa de valores de Frankfurt registrados diariamente cerca del mediodía. Dado que las subastas por lo general cierran a las 11:30 a.m., esta es la aproximación temporal más cercana.

continúa de la página 15

A 18 de noviembre de 2020, la volatilidad de precio del Bund había sido ligeramente inferior a la de su gemelo vanilla tanto a 10 como a 30 días. Las áreas de Crédito Público retuvieron parte del bono para intervenir el mercado, lo cual podría estar contribuyendo a su estabilidad relativa. Independientemente de las razones, y si las demás condiciones se mantienen constantes, los inversionistas prefieren instrumentos menos volátiles. Este último elemento, de percibirse en los bonos soberanos VSS, podría ayudar a los inversionistas a justificar un greenium en el mercado primario ante los dueños de los activos.[15]

Cuadro 7. Comparado con su gemelo simple, la volatilidad del precio del Bund verde alemán fue levemente inferior

Volatilidad del precio	Bund verde	Gemelo vanilla
10 días	6.73	6.77
30 días	4.39	4.41

Fuente: Bloomberg

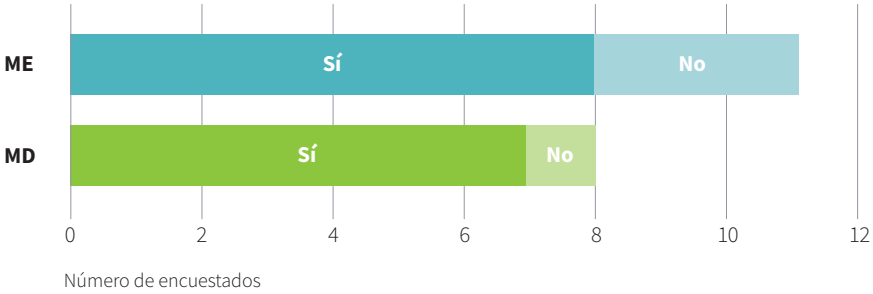
Los bonos soberanos atraen nuevos inversionistas

GRÁFICA 16 Para muchos emisores soberanos de ME y MD, como por ejemplo **Indonesia**, **Hungría** y **Luxemburgo**, el objetivo declarado para usar la etiqueta VSS fue el de atraer inversionistas nuevos. Algunos de los encuestados señalaron que las áreas VSS (también ASG) de sus inversionistas tradicionales participaron en la transacción. Varios informaron que el deseo de los inversionistas para ser incluidos en las asignaciones era tal que muchos de ellos trataron de convencerlos de sus credenciales verdes. Emisores más pequeños como las islas **Fiyi** y **Seychelles** atrajeron a un puñado de inversionistas tanto domésticos como extranjeros, incluyendo a algunos que participaban por primera vez en estas operaciones.

Los encuestados identificaron cuatro beneficios que surgen de conseguir nuevos inversionistas

- **Diversificación:** Los bonos soberanos VSS tienden a introducir una variedad más amplia de inversionistas provenientes de diversas regiones geográficas, incluyendo los de la categoría de 'compra y retención' (buy and hold).
- **Prueba de concepto** – Atrae nuevos inversionistas hacia las etiquetas VSS**.**
- **Mensaje** – El mensaje se difunde entre una audiencia más amplia.
- **Greenium** – Un interés creciente por parte de un mayor número de inversionistas puede ayudar a comprimir las tasas de financiación.

16. Los bonos soberanos VSS atraen nuevos inversionistas



"Nuestro bono azul ha sido comentado en varios eventos internacionales y estamos muy involucrados en discusiones con los inversionistas que hemos conocido allí sobre su interés de participar en la transacción. El 100% de la operación se colocó con inversionistas de impacto".

Jan Robinson**, Gerente de Proyecto, Departamento de Economía Azul, **Seychelles

"La intención era atraer nuevos inversionistas hacia el mercado verde más que nuevos inversionistas para el emisor **Alemania**".

Alexandra Beust**, Directora de Relaciones con inversionistas, Agencia Financiera Alemana, **Alemania

A finales de septiembre de 2020, **Egipto** se convirtió en el primer soberano con calificación B en emitir un bono verde. Originalmente, con este bono a cinco años se trataba de obtener fondos por 500 millones de dólares. Sin embargo, la cartera de pedidos se elevó a 4,930 millones de dólares, es decir, lo demandaron más de 10 veces, lo que condujo a que la emisión se ampliara a 750 millones de dólares. Cerca de la mitad se asignó a inversionistas con mandatos VSS, lo que sugiere que existe allí un apetito creciente por los emisores sin grado de inversión. Esto coincide con los resultados de la encuesta realizada por Climate Bonds Initiative entre inversionistas en bonos verdes europeos.[14] Quienes participaron en esa encuesta indicaron que les gustaría aumentar sus participaciones financieras en bonos soberanos verdes de ME.

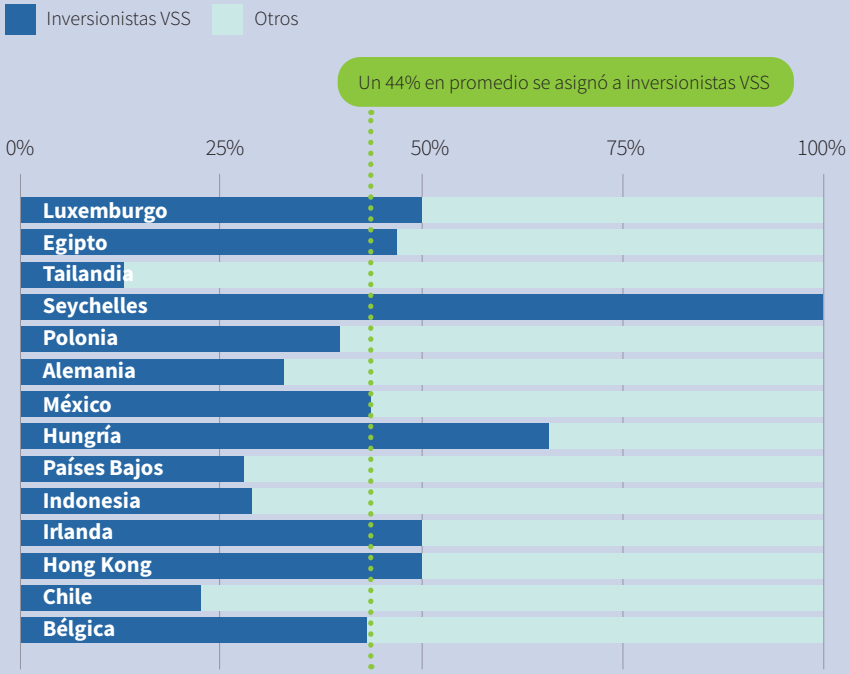
En promedio, el 44% de las transacciones de VSS se asignó a inversionistas verdes

GRÁFICA 17 Quince encuestados revelaron que una proporción de su bono VSS se asignó a inversionistas que se describían como verdes. El promedio fue 44% y el rango de 13% a 100%.

Actualmente se están realizando esfuerzos dirigidos a estandarizar la definición de 'inversionista verde'. A partir de enero de 2022, aquellas firmas de inversionistas europeas que describan sus productos como verdes o socialmente responsables deberán divulgar los porcentajes de sus inversiones en cumplimiento de la taxonomía de la Unión Europea, es decir, consistentes con la meta de lograr que la economía tenga emisiones cero para 2050.

De esta manera, los emisores de bonos verdes contarán con un estándar que les permita medir las credenciales relevantes de los encuestados en la subasta, al tiempo que a los dueños de los activos se les ofrece una mayor transparencia en el proceso de selección del gestor.

17. En promedio, un 44% fue asignado a inversionistas VSS



Se registró una tendencia a preferir a los inversionistas verdes

Once de los encuestados prefirieron claramente a aquellos inversionistas que se describían como verdes o socialmente responsables. Algunos mencionaron que los **inversionistas estaban siempre dispuestos a comprobar sus credenciales verdes con la esperanza de obtener mayores asignaciones.**

Uno de los emisores de MD señaló que la ventaja de hacer una emisión sindicada y no directamente a través de Crédito Público implicó que se podían hacer las asignaciones con base en consideraciones distintas a las habituales.

Indonesia emitió un Sukuk verde en 2018, 2019 y 2020, cada uno con un plazo de cinco años. El Ministerio de Finanzas había expresado su deseo de atraer a nuevos inversionistas hacia su Sukuk verde. En cada caso, Indonesia colaboró con sus principales gestores para asegurar que hubiera la mayor participación posible de inversionistas verdes. La participación de estos últimos aumentó de 29% en 2018 a 34% en 2020.

La Agencia **Holandesa** de Tesorería del Estado (DSTA por sus siglas en inglés) aprobó una declaración formal al ofrecer la asignación prioritaria de su primer bono verde soberano, Holanda 2040, a los postores que tuvieran liquidez (no apalancados) y que estuvieran dispuestos a verificar sus credenciales verdes. Se invitó a los inversionistas a que confirmaran que cumplían por lo menos tres de los cuatro criterios formulados por la DSTA con una carta firmada por su Director de Cumplimiento. Los cuatro criterios eran:

1. Existencia de un equipo dentro de la organización dedicado a realizar análisis ASG para su respectivo universo de inversión;

2. Requisitos y criterios ASG específicos relacionados con los bonos verdes (como por ejemplo rendir informes), los cuales se deberán cumplir si se quiere invertir en este tipo de bono;

3. Comprar bonos verdes ofrecidos por el gobierno de los Países Bajos para incluirlos total o parcialmente en un fondo verde específico (de bonos) o para tomar en cuenta el volumen adquirido en cumplimiento de un objetivo específico en materia de cantidades de bonos verdes;

4. Intención de reportar de manera transparente en su informe anual sus inversiones en bonos verdes en un apartado específico sobre sostenibilidad/inversión responsable.

Treinta y dos inversionistas obtuvieron este estatus y en su conjunto recibieron el 29% de la asignación.

Se esperan nuevas emisiones y reaperturas

CUADRO 8 Seis de los diecinueve encuestados han emitido por lo menos dos bonos y seis han reabierto los propios, lo cual sugiere que existe una cartera de proyectos a ser financiados mediante bonos VSS. Asimismo, estos últimos podrían actuar como un agente catalítico para que los gobiernos adopten un enfoque más centrado en priorizar el gasto destinado a abordar temas climáticos y problemas sociales. Doce encuestados indicaron su intención de emitir más bonos, cuatro declararon que planeaban incrementar el tamaño de los instrumentos existentes (dos dijeron que esperaban hacer ambas cosas) y cinco dijeron no saber. Algunos encuestados, como **Suecia** y **Luxemburgo**, no tienen que satisfacer sus necesidades de financiamiento a través de endeudamiento y por lo tanto la urgencia de hacer nuevas emisiones es menor.

Alemania, **Polonia**, **Chile** y **Hong Kong** planean constituir una cartera estable y confiable, mientras que **Tailandia** y **Bélgica** se concentrarán primero en ampliar el tamaño de sus bonos existentes.

En junio de 2019, **Chile** se convirtió en el primer emisor de bonos VSS de la región de América Latina y el Caribe (ALC) con la emisión de un bono verde certificado por Climate Bonds por 1,420 millones de dólares. A esta emisión le siguió la de otro bono verde por 86 millones de euros (973 millones de dólares) una semana más tarde.

El 21 de enero de 2020 se lanzó un nuevo bono por 1,270 millones de euros (1,400 millones de dólares) y el bono existente se reabrió en 693 millones de euros (765 millones de dólares). Al día siguiente se le agregaron 750 millones de dólares, y el bono original se reabrió por 900 millones de dólares. Los bonos en dólares se valoraron con un greenium, mientras que los bonos en euros se valoraron en sus curvas de rendimiento.

Chile declaró su intención de emitir más y reabrió su emisión existente como parte de una estrategia nacional dirigida a financiar proyectos que contribuyan al cumplimiento de sus metas NDC.

En enero de 2017, Francia se convirtió en el primer emisor de bonos soberanos VSS de los MD en contar con un instrumento a 22 años por 7,000 millones de euros (7,550 millones de dólares). Ese bono se reabrió posteriormente 10 veces, aumentando su monto total a 27,400 millones de euros (29,500 millones de dólares) a julio de 2020, con lo cual se convirtió en el bono VSS de mayor tamaño hasta el momento. Su tamaño actual es comparable al de otras obligaciones similares de Tesorería u OAT (obligations assimilables du Trésor) y Francia introducirá un nuevo plazo en 2021.

"La percepción del gobierno de **Fiyi** sobre los mercados de capitales centrados en el clima, la confianza y la toma de conciencia financiera en el terreno de las finanzas climáticas ha evolucionado de manera sustancial desde 2017, juntamente con el mercado global para bonos VSS. Si bien no tenemos la intención inmediata de emitir más bonos verdes o de reabrir los existentes, estamos explorando la posibilidad de emitir bonos azules, sostenibles, de género y para catástrofes a medida que se vaya presentando la oportunidad en un entorno macroeconómico favorable".

Vineil Narayan, Director Interino de Cooperación Internacional y Cambio Climático, Ministerio de Economía, **Fiyi**

Cuadro 8. Emisión repetida real y prospectiva de bonos soberanos VSS

País	Fecha de valoración del bono original	Resultado a 20/11 2020		Intenciones a futuro	
		Emisor repetido	Mayor tamaño	Emisor repetido	Mayor tamaño
Francia	24/01/2017		7 veces	✓	
Bélgica	26/02/2018		5 veces		✓
Irlanda	10/10/2018		2 veces	✓	✓
Países Bajos	21/05/2019		2 veces	✓	✓
Hong Kong	21/05/2019			✓	
Suecia	01/09/2020			Indeciso	Indeciso
Alemania	02/09/2020	✓		✓	
Luxemburgo	07/09/2020			Indeciso	
Polonia	12/12/2016	✓		✓	
Fiyi	31/10/2017			No se sabe	No se sabe
Nigeria	20/12/2017	✓		✓	
Indonesia	22/02/2018	✓		✓	
Lituania	30/04/2018		2 veces	No se sabe	Probablemente no
Seychelles	29/10/2018			No se sabe	No se sabe
Chile	17/06/2019	✓	2 veces	✓	
Hungría	02/06/2020	✓		✓	
Tailandia	13/08/2020		Una vez	✓	✓
México	14/09/2020			✓	
Egipto	29/09/2020			✓	

Selección del plazo, pasivo y alternativas para inversionistas

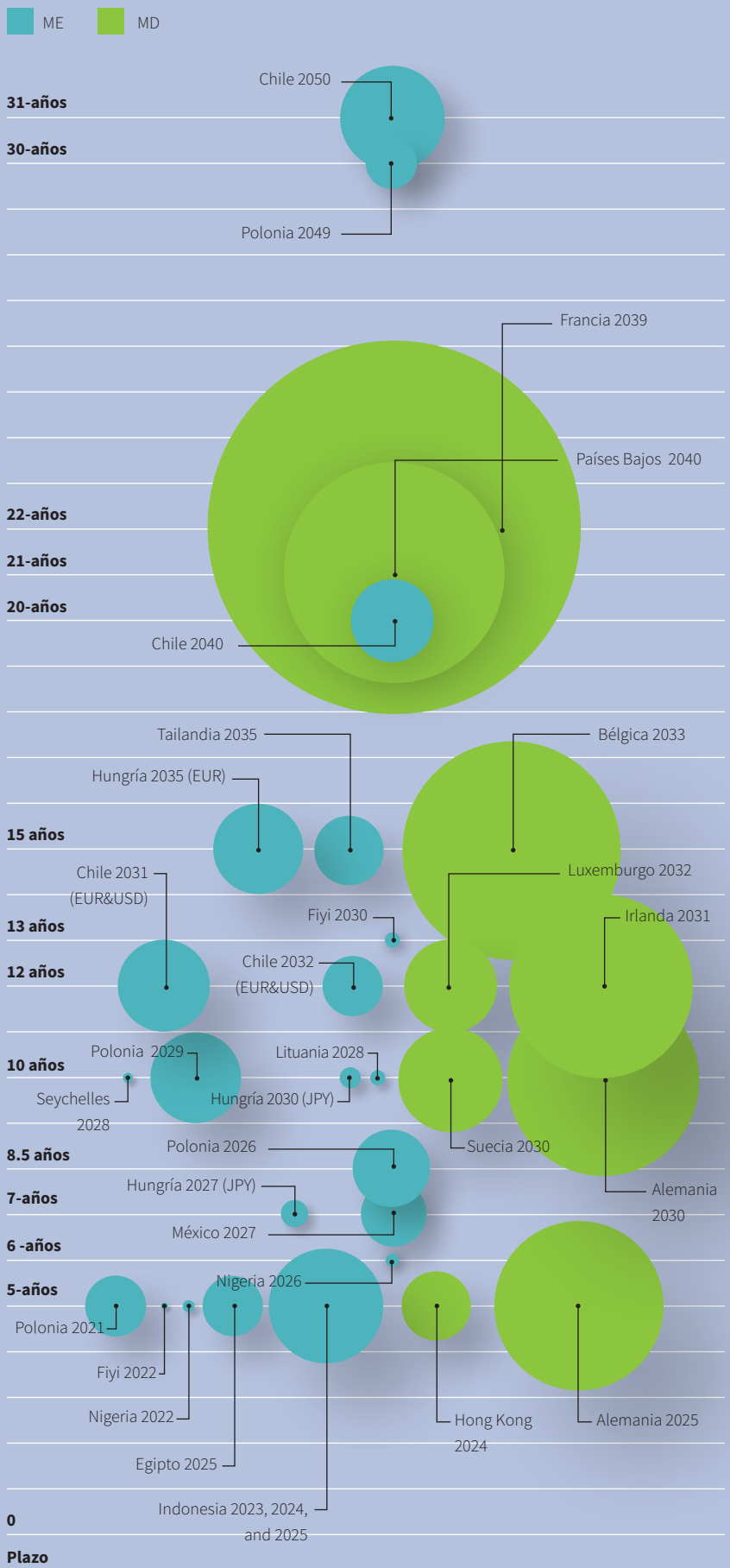
CUADRO 9 La selección del plazo es crítica, dado que puede incidir en el apetito por el bono, y el apetito por un plazo particular puede variar según el mercado y la moneda. Los emisores soberanos de VSS deben equilibrar de manera cuidadosa su perfil actual de amortización, la duración de los proyectos elegidos y el apetito de los inversionistas. Varios encuestados europeos dijeron haber tenido en cuenta los plazos de emisión de sus VSS para ofrecer más alternativas a los inversionistas.

Los plazos más largos tienden a atraer a compañías de seguros, y en particular a los fondos de pensiones que buscan gestionar sus activos y pasivos a largo plazo. Esto se intersecta con la fuente de la mayor parte de la inversión verde de destinación específica.

Francia se propuso emitir bonos verdes por 10,000 millones de euros en el primer año y eligió un vencimiento de 22 años. Dado que la mayor parte de la deuda corporativa VSS tiene un vencimiento de 5 a 10 años, elegir un plazo más largo no desplaza esa parte de la curva.

Fiyi emitió un bono de dos tramos con plazos de 5 y 13 años. El plazo más corto se diseñó para la banca doméstica con necesidades de financiamiento más cortas, mientras que el de plazo más largo cerraba la brecha en la curva de rendimiento y era más adecuado para las compañías de seguros y los fondos de pensiones.

Cuadro 9. Plazos de la emisión de deuda soberana VSS



Sección 4: Reflexiones

Impulso de la confianza y mejora del perfil; las curvas soberanas se mantienen estables

Un mayor número de encuestados señaló que su(s) bono(s) VSS no habían influido en su curva soberana. **Bélgica**, por ejemplo, tiene cerca de 410,000 millones de euros (460,000 millones de dólares) en obligaciones pendientes y su bono verde por 8,200 millones de euros (10,100 millones de dólares) es apenas una parte pequeña de ese perfil. Con el concepto de 'bonos gemelos', **Alemania** ha realizado un esfuerzo concertado por separar su programa de bonos verdes del resto de su deuda e indicó que no quería que este incidiera en sus emisiones de bonos vanilla.

Egipto mencionó que el éxito de sus bonos VSS en moneda fuerte le ha dado ímpetu para explorar la posibilidad de emitir este tipo de instrumento en moneda local. **Fiyi** indicó que sus bonos verdes no habían afectado su curva soberana, que reconocía que habían propiciado un conocimiento más profundo del mercado y que como resultado de ello había interés por explorar oportunidades parecidas.

En septiembre de 2020, **Suecia** se convirtió en el primer país de la región nórdica en emitir un bono soberano verde. El título de deuda por SEK 20,000 millones (2,300 millones de dólares) a 10 años fue emitido por el Reino de Suecia bajo el programa Euro Medium Term Note (EMTN) como un Bono Internacional del Gobierno Sueco (ticker SWED), y no como un Bono del Gobierno Sueco (ticker SGB). De este modo, el bono verde no hizo parte de la emisión habitual respaldada por contratos con intermediarios primarios o líneas de operaciones repos. El gobierno dio la orden para que las áreas de Crédito Público sueca ejecutaran un bono. Este será evaluado en términos de sus costos y riesgos de largo plazo para determinar si se debe repetir. El bono verde fue complementado con una emisión habitual alineada con la Guía de Bonos Sostenibles (SBG).

Incluirse en índices de bonos dedicados puede ayudar a mejorar el perfil del emisor. **Indonesia** en un buen ejemplo: sus bonos fueron incluidos en el índice de bonos verdes de Morgan Stanley Capital International (MSCI), lo cual generó un mayor interés internacional.

Impulso a la colaboración transfronteriza

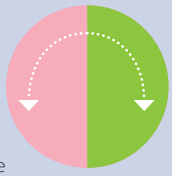
Comparados con sus equivalentes *vanilla*, los bonos VSS dan mayor visibilidad y cubrimiento de prensa a sus emisores. Esos beneficios pueden extenderse a otras regiones, particularmente en el caso de los emisores soberanos y en especial a los de ME, donde tanto la visibilidad como el escrutinio son mayores y donde el impacto puede ser mucho más marcado en términos de mensaje y escala.

En el marco de los bonos verdes de **Alemania**, la cooperación internacional figuraba como uno de los gastos elegibles, reflejando así el impacto global del cambio climático. El objetivo definido en el marco era "asistir a los mercados emergentes y a los países en desarrollo en su transición hacia una economía más favorable al medio ambiente y apoyar la cooperación internacional en ese campo (por ejemplo: mitigación y adaptación al cambio climático; transición hacia energías más renovables; protección de hábitats y de la biodiversidad; y uso sostenible de los recursos naturales y de la energía, lo cual incluye el desarrollo de instalaciones para la generación de energía renovable y agricultura sostenible)".

Los encuestados especificaron cuatro áreas en las cuales los bonos VSS involucraron colaboración transfronteriza:

1. Otras áreas de Crédito Público - mencionaron que habían colaborado previamente con sus contrapartes de otros países, primero para solicitar asesoría y posteriormente para compartir experiencias.

2. Bolsas de valores - Los emisores de bonos soberanos VSS pueden registrar sus bonos verdes en las bolsas de valores para darles mayor visibilidad. Por su parte, las bolsas de valores pueden prestar apoyo a los emisores asesorándolos en preparación de marcos y rendición de cuentas, y ampliando el acceso de los inversionistas al actuar como repositorios de documentación e informes.[16]



3. Invitaciones a compartir conocimientos en foros sobre deuda, paneles, etc.

4. Bancos de Desarrollo y otras instituciones - La colaboración se produjo en torno a la preparación del bono VSS de acuerdo con su propósito y luego compartiendo el mensaje con otros emisores potenciales. Los emisores de ME colaboraron con más de una organización. Por ejemplo, Nigeria lo hizo tanto con el Financial Sector Deepening (FSD) como con Climate Bonds Initiative.

El **Reino de Tailandia** mencionó las oportunidades de colaboración transfronteriza que surgieron a raíz de la emisión de su bono sostenible en el proceso de diseñar su marco estudió el de otros países.

Desde el lanzamiento de su bono ha recibido invitaciones múltiples a participar en paneles y a compartir los detalles de su experiencia. Varios de los bancos de desarrollo han expresado interés en conocer mejor su caso. Tailandia discutirá su bono en los foros sobre deuda de ASEAN cuando se presente la oportunidad.

Las emisiones impulsan el crecimiento de los mercados locales

La transición hacia una economía global baja en carbono, resiliente al clima y equitativa exige que todo tipo de emisores participen en el mercado de bonos VSS. Dado que los emisores soberanos constituyen casi la mitad del mercado global de bonos, su liderazgo es esencial. Los bonos soberanos VSS impulsan el crecimiento de los mercados locales en la medida en que atraen inversionistas, con lo cual se demuestra que hay demanda. Esto sienta un precedente y aumenta la visibilidad.

Cuando se fomenta un mayor volumen de emisiones en los mercados locales se puede incrementar la liquidez, al tiempo que se facilita el crecimiento de la infraestructura esencial del mercado y el fortalecimiento de las habilidades técnicas requeridas para desarrollar un mercado de bonos verdes. Esto incluye verificadores, suscriptores de bonos especializados, etc. Los bonos soberanos VSS contribuyen de esa manera a la creación de un mercado verde, y en el caso de muchos de los encuestados, esta fue una de las principales motivaciones para emitir. La creación de este mercado incluye al sector privado y a los gobiernos regionales.

En el caso de Bélgica, por ejemplo, el bono verde soberano animó a la región de **Flandes** a emitir un bono sostenible.[17]

Los bonos soberanos VSS ofrecen numerosas adicionalidades

GRÁFICA 18 Por definición, el uso de los fondos procedentes de los bonos VSS debe contribuir a las metas del Acuerdo de París (en el caso de los bonos verdes) y/o de proyectos ambientales y sociales claramente definidos (en el caso de los bonos sociales y sostenibles). Si bien es cierto que este tipo de gasto se podría financiar de fuentes no etiquetadas, los rótulos VSS dan ventajas adicionales a sus emisores que de otro modo no se obtendrían.

Cuando se solicitó a los encuestados que seleccionaran de una lista de adicionalidades más allá del gasto mismo, la mayoría aludió a cuestiones como la colaboración con diferentes grupos de actores interesados, la oportunidad que tenían los inversionistas de lograr visibilidad adicional en el gasto público, y la creación de un mercado de bonos verdes.

"Por primera vez, el Parlamento contará con una métrica para determinar el impacto de las inversiones que autoriza. Históricamente, la importancia de los proyectos gubernamentales se mide por la cantidad de fondos que se les asignan y no por sus resultados. La métrica del desempeño aplicada al gasto público es un enfoque distinto de elaboración del presupuesto."

Lennart Duschinger, Asesor de Finanzas Sostenibles, Ministerio de Finanzas de ***Luxemburgo***.

Los encuestados identificaron cinco maneras en que los bonos soberanos VSS fomentan la creación de un mercado de bonos verdes

1. Atraen nuevos inversionistas - Tanto su perfil como su escala anima a los inversionistas a implementar estrategias específicas.

2. Crean espacio para otros inversionistas - El apoyo al mercado local de bonos verdes con un activo de gran tamaño y sin riesgo ayuda a que los inversionistas diversifiquen sus carteras con activos más riesgosos y menos líquidos.

3. Definen mejores prácticas - Esto, en la medida en que crean un plan de acción para la rendición de cuentas, la transparencia y los procedimientos.

4. Definen un benchmark de referencia - Sirven como ancla para la valoración de otros instrumentos VSS.

5. Ponen en primer plano las prioridades gubernamentales - Comunican un mensaje sólido acerca de los esfuerzos que el gobierno está haciendo por resolver las inequidades sociales y/o mitigar los impactos del cambio climático.

"El proceso de hacer nuestra propia emisión por nuestra cuenta — crear el marco, seleccionar el activo, rendir cuentas con posterioridad a la emisión, etc.—nos ha ayudado a entender mejor todo lo que esto implica y volvernos más creíbles. Esta experiencia también ha contribuido a que no haya obstáculos desde las perspectivas regulatoria o legal / fiscal".

Grace Wong, *Gerente Senior, División de Desarrollo de Mercados, Departamento Externo, Autoridad Monetaria de* ***Hong Kong***

"Todos los argumentos sobre adicionalidad en materia de desarrollo de mercados fueron las razones principales de Hong Kong para lanzar bonos verdes. Lo hicimos para fomentar el desarrollo de un mercado de bonos verdes y para dejar en claro el compromiso del gobierno. Estas eran nuestras razones principales, no adicionales".

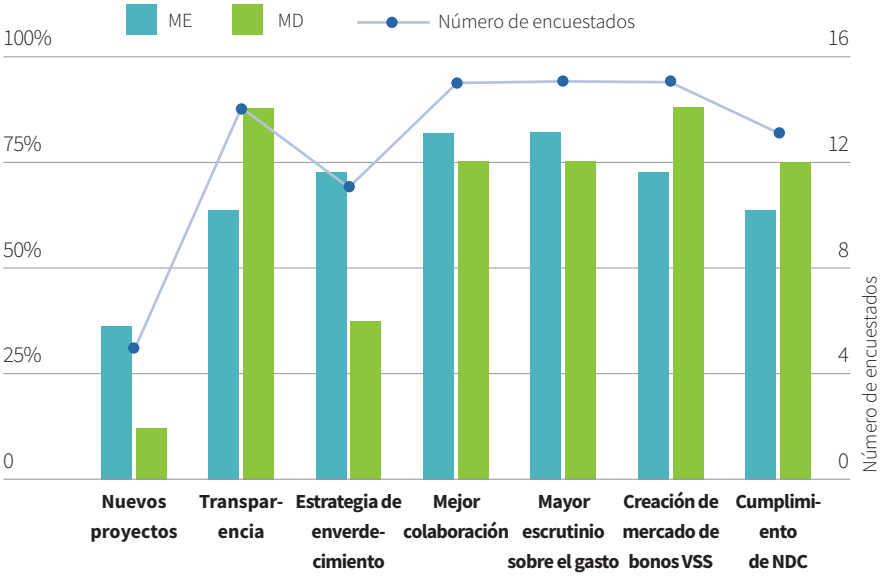
Grace Wong, *Gerente Senior, División de Desarrollo de Mercados, Departamento Externo, Autoridad Monetaria de* ***Hong Kong***

El bono azul de las islas **Seychelles**, emitido en octubre de 2018, ayudó a conocer mejor las áreas relacionadas con las pesquerías y la conservación del océano. La transacción despertó el interés de numerosos países en la región y en otras partes, y esto generó un flujo constante de consultas. Cada mes hay reuniones bilaterales con otros países para compartir enseñanzas. El nivel de conservación que requiere el océano exige conseguir financiación en una escala mayor de la que pueden satisfacer las donaciones y los paquetes de ayuda. El bono azul demuestra que es posible abordar los tema a escala.

"Los gestores de fondos nos cuentan que fueron al mercado de fondos verdes de impacto y que trataron de conseguir recursos cuando los soberanos comenzaron a participar activamente allí. Antes, el mercado no era lo suficientemente grande. Esto es evidencia de que los soberanos catalizan dineros privados".

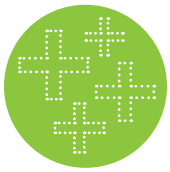
Elvira Eurlings, *Agente, DTSA,* ***Países Bajos***

18. Los bonos soberanos VSS ofrecen numerosas adicionalidades



De fracción a mayoría: siete pasos para impulsar el mercado de bonos soberanos VSS

Se necesitan más bonos soberanos VSS

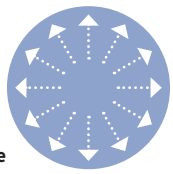


Todos los países tendrán que aumentar aceleradamente su gasto en infraestructura favorable al clima, transición energética, y medidas de adaptación y resiliencia climática para cumplir con las metas del Acuerdo de París y lograr cero emisiones para 2050. La OCDE estima que solo para infraestructura, la inversión requerida será de por lo menos 6.9 billones de dólares al año.[18] Por su parte, la Agencia Internacional de Energía (IEA por sus siglas en inglés) señaló que el gasto total acumulado en energías renovables y eficiencia energética debería aumentar a 13.5 billones de dólares para 2030.[19]

Si bien se trata de cifras aparentemente astronómicas, el núcleo del mercado de bonos soberanos, que asciende a 45 billones de dólares de títulos en circulación, es lo suficientemente grande como para absorber una proporción sustancial de estas necesidades. Por último, si se quiere evitar un cambio climático catastrófico, casi todo el gasto gubernamental tendrá que vincularse de una u otra manera con la transición a una economía baja en carbono, ya sea directamente a través de la dotación de infraestructura o indirectamente ayudando a las comunidades a adaptarse y a desarrollar resiliencia. Esto, a su vez, se podría financiar emitiendo cantidades mucho mayores de bonos VSS.

Afortunadamente, los resultados de esta encuesta indican que, para los soberanos, su emisión es un trayecto que ofrece numerosas compensaciones.

Un mercado líquido y de gran tamaño de bonos soberanos VSS:



...catalizará cambios a nivel de todo el sistema

Los bonos soberanos ejercen el poder supremo en el mercado de VSS debido a su tamaño y visibilidad. Los gobiernos deben usar ese poder para crear una hoja de ruta destinada a otros emisores que actúan en sus mercados locales como corporaciones, gobiernos locales, y empresas estatales. Los emisores existentes de VSS demuestran que esos bonos se pueden adaptar para acomodar desde las necesidades de financiamiento más pequeñas hasta las más grandes.

...producirá impacto en los inversionistas

Un bono soberano VSS ofrece a los inversionistas un instrumento líquido de gran tamaño y alto perfil que atrae nuevas inversiones. Los bonos etiquetados como VSS se identifican fácilmente y pueden acelerar el crecimiento del capital destinado a las estrategias de inversión verdes y sociales. Los mandatos dedicados darán a otros tipos de inversionistas razones para acercarse a este mercado.

...sentará un precedente en materia de presupuestación verde y transparencia

La preparación y la rendición de cuentas que exige la emisión de un bono soberano VSS sienta un precedente en términos de su rigor y transparencia. Esto beneficia a múltiples actores dentro del gobierno, incluyendo al Parlamento y a actores interesados externos, entre ellos los inversionistas, al tiempo que mejora la visibilidad de todo el mercado VSS.

...posibilitará que exista un grupo más grande y variado de emisores

El mercado de VSS es la consecuencia financiera de lo que está pasando en la economía real. A medida que el mercado de VSS se va expandiendo, pavimentará la vía para el crecimiento y diversificación del mercado corporativo de VSS en varios países. Al mismo tiempo, los emisores corporativos estarán mejor dispuestos a abordar los retos de los VSS y comenzarán la transición de sus modelos de negocios, de activos potencialmente obsoletos a otros mejor alineados con las metas del Acuerdo de París. El desarrollo de bonos de transición ampliará la variedad de sectores que participen en el mercado VSS y hará que este refleje mejor la economía real.

Siete pasos para propulsar el mercado de VSS soberanos

El mercado actual de bonos soberanos VSS (96,000 millones de dólares) no representa ni el 0.2% de los 45 billones de dólares que suma el total de bonos soberanos en circulación. Entre tanto, la OCDE estima que se necesitan inversiones por 6.9 billones de dólares cada año hasta 2030 para satisfacer las metas del Acuerdo de París. Ante esta situación, todo nuevo gasto gubernamental debería aprobarse bajo la lente de los VSS.

A partir de los resultados de esta encuesta se han identificado siete vías para que los emisores soberanos propulsen el mercado de bonos VSS:

1. Estimular la demanda de los inversionistas a través de la oferta: Las tesorerías corporativas y de otros tipos mostrarán una mejor disposición a emitir bonos VSS si existe una reserva dedicada de capital. Siempre que sea posible, los emisores soberanos deberían considerar el tamaño de referencia o benchmark (generalmente emisiones de 500 millones de dólares o más) para agregar liquidez y escala al mercado, y para promover mandatos de inversión dedicados.

2. Asumir el papel de inversionista y habilitador verde: Los gobiernos deben asumir el papel de inversionistas y habilitadores, tomando acciones como articular mandatos VSS para los fondos de pensiones del sector público y destinar fondos del sector público a inversiones con etiqueta verde.

3. Los gobiernos deben crear más gasto. Los bonos soberanos VSS ofrecen mayor flexibilidad a las áreas de Crédito Público al introducir una base de inversionistas más amplia, lo cual puede ofrecer varios beneficios, entre ellos una valoración más precisa. Asimismo pueden dinamizar las prioridades de política y crear una cultura dirigida a desarrollar proyectos elegibles para incluirse en un marco de referencia VSS, y que faciliten las emisiones repetidas (por ejemplo construir un hospital o escuela verdes, hacer parques o agregar ciclopistas). Expandir las taxonomías de modo que incluyan adaptaciones y resiliencia al clima permitirá que los ministros cuenten con fuentes adicionales de gastos elegibles para los bonos verdes. Tanto la taxonomía de la Unión Europea como el Catálogo de Proyectos Respaldados por Bonos Verdes de China, se están ampliando para abarcar una mayor variedad de activos potenciales. Lo mismo en lo que se refiere a los activos sociales.

4. Financiar proyectos de alto perfil: Los bonos soberanos VSS deberían canalizar capital hacia proyectos necesarios de importancia nacional, con el fin de despertar interés en el potencial de los bonos VSS y en los tipos de proyectos que estos pueden financiar. Lo anterior también puede ayudar a obtener respaldo político para futuras emisiones de bonos.

5. Desarrollar y promover estándares de buenas prácticas: Esto se puede lograr haciendo que el sector financiero cuente con definiciones claras que promuevan el desarrollo del mercado, sin ser excesivamente restrictivas. Iniciativas gubernamentales como la taxonomía de la Unión Europea y el catálogo de China --que apuntan a formular definiciones claras y transparentes acerca de lo que se considera verde-- han ayudado a dotar al mercado de rigor y claridad, evitando así que se presente como verde lo que en realidad no es. La Plataforma Internacional sobre Finanzas Sostenibles (IPSF por sus siglas en inglés) tiene entre sus miembros a la Unión Europea y a China, y ofrece oportunidades para que los países del mundo aprendan mutuamente acerca del proceso de crear y armonizar criterios y definiciones verdes.

6. Trabajar colaborativamente en torno a los bonos soberanos VSS: Los bonos VSS ofrecen oportunidades para que los Ministros de Finanzas colaboren con los Ministerios del Medio Ambiente y otras carteras, así como con organizaciones supranacionales. Esto es vital, dado que la transición desde tener objetivos climáticos teóricos hasta su implementación y financiación real no puede ocurrir sin que se desarrollen esas relaciones. Pasar por el proceso de emitir bonos soberanos VSS puede informar las contribuciones del gobierno en discusiones importantes sobre regulación.

7. Preparar la transición para toda la economía: El cumplimiento de las metas del Acuerdo de París no solo exige que algunos sectores se tornen verdes, sino que toda la economía avance por un sendero que conduzca a cero emisiones netas de carbono para 2050. El mercado de bonos soberanos VSS es una de las claves para facilitar la transición de toda la economía.

Consejos para emisores que estén considerando lanzar un bono VSS

Se solicitó a los encuestados que compartieran con otros emisores potenciales de VSS la sabiduría adquirida a través de su experiencia. La nnoción de simplicidad fue un mensaje común. Sus sugerencias se agrupan en cinco categorías.

1. Obtener un mandato claro del gobierno: Esto para garantizar la colaboración de todos los actores interesados y para dotar de credibilidad al empeño.

2. Diseñar un marco simple y robusto: Elija indicadores con los que la comunidad de inversionistas esté familiarizada, con el fin de asegurar su amplia aceptación. El contar con un marco sólido facilitará un compromiso continuo, independientemente de los cambios de gobierno, además de que simplifica la rendición de cuentas.

3. Elegir proyectos de alto perfil: Esto para maximizar el impacto y simplificar el proceso de rendición de cuentas.

4. Implementar estándares de rendición de informes presupuestarios: Esto para simplificar la identificación del gasto elegible.

5. Prepararse para el proceso de rendir cuentas: Informe con suficiente tiempo a cada departamento sobre las contribuciones que se esperan de cada cual. Los resultados serán sometidos a un escrutinio detallado.

"Invierta tiempo hablando con colegas de otros ministerios. Ellos piensan que un bono verde es un bicho raro. Invierta en esas relaciones e invítelos a participar para que puedan ser embajadores del proyecto".

Elvira Eurlings**, Agente, DTSA, **Países Bajos

"Actúe ya para salvar el planeta. Haga todo lo que pueda para contribuir a resolver los problemas del cambio climático. Emitir bonos verdes habla bien de la institución. El que ignore el cambio climático, tarde o temprano se irá a la quiebra, pues los inversionistas no van a asumir esos riesgos".

Luky Alfirman**, Director General de Financiamiento de Presupuesto y Gestión de Riesgos, Ministerio de Finanzas, **Indonesia

"Nos sorprendió la cantidad de gastos elegibles que logramos identificar. Es posible que cualquier gobierno que lo esté considerando, descubra que hay mucho más (gasto verde) que podría tener en cuenta en sus prospectos de emitir bonos verdes".

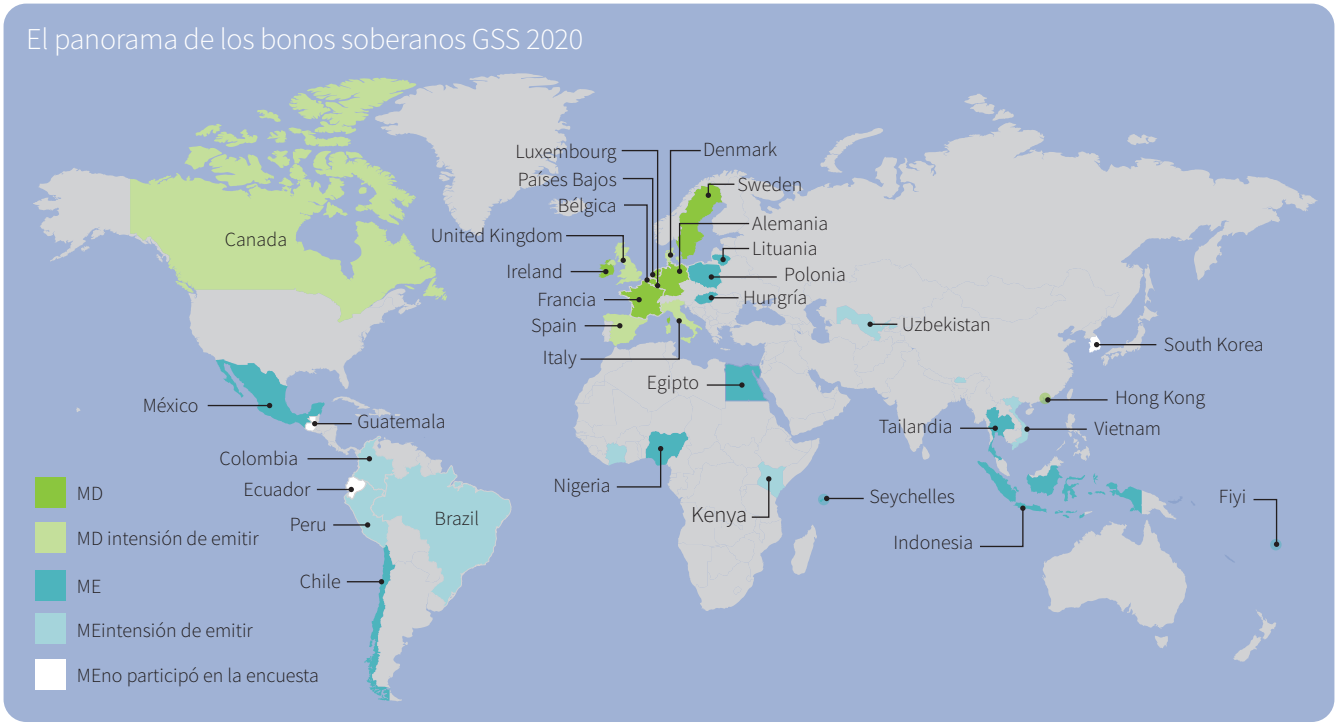
Zoltan Kurali**, presidente, Áreas de Crédito Público AKK, **Hungría

CUADRO 10. Solo dos de los 10 emisores más grandes se han unido al club de bonos soberanos VSS

Puesto del emisor	Country	Monto en billones de USD	Monto en USD de bonos soberanos VSS
1	Estados Unidos	13.5	0
2	Japón	8.6	0
3	Gran Bretaña	2.5	0. Indicado en 2021
4	China	2.4	0
5	Italia	2.0	0. Indicado en 2021
6	Francia	1.9	29,500 millones
7	Alemania	1.3	13,600 millones
8	Brasil	1.2	0
9	India	1.2	0
10	España	1.0	0. Indicado en 2021

Notas al final del documento

1. Bloomberg a 20/11/2020, con base en la clasificación BICS Nivel 2 = soberana; tamaño total del mercado de bonos = 89,500 millones
2. Las tasas de cambio utilizadas en este documento provienen de Bloomberg, cierre de la jornada, 20/11/2020
3. Esta cifra no incluye emisiones de los gobiernos de los estados o regiones.
4. DM: Canadá, Dinamarca, Italia, España y Gran Bretaña. EM: Bután, Brasil, Colombia, Costa de Marfil, Gana, Kenia, Perú, Uzbekistán, Vietnam
5. Los que no participaron recibieron una invitación para que lo hicieran pero no respondieron.
6. Con base en la clasificación de mercados de MSCI https://www.msci.com/market-classification
7. https://www.climatebonds.net/files/reports/sovereign_briefing2017.pdf
8 Ya que la utilización de los signos varía por país, es preciso aclarar que en este documenta se utiliza el signo de punto para separar decimales y la coma para separar los miles.
9. Un roadshow financiero es una serie de encuentros o presentaciones promocionales en las que los altos ejecutivos de una empresa o institución emisora de un bono tienen la oportunidad de hablar con inversores potenciales. Este constituye el fundamento de la estrategia de marketing institucional.
10. Harrison, Caroline, Partridge, Candace y Aneil Tripathy. 2020. What's in a Greenium: An Analysis of Pricing Methodologies and Discourse in the Green Bond Market. The Journal of Environmental Investing 10(1). Disponible en http://www.thejei.com/journal/., Disponible en SSRN: https://ssrn.com/abstract=3684927
11. Las curvas de rendimiento requieren por lo menos cuatro títulos valor con características parecidas al bono en cuestión en términos de moneda, tamaño y tipo de cupón (los bonos indexados no se pueden comparar con los bonos de pago único al vencimiento o bullet bonds, por ejemplo).
12. https://www.climatebonds.net/files/reports/gb_investor_survey-final.pdf
13. El 24 de noviembre de 2020, Tailandia reabrió su bono de sostenibilidad 2035 por THB20 billones (600 millones de dólares), aumentando su pasivo total de THB 50 billones (1,600 millones de dólares). Las reaperturas subsiguientes aumentaron el bono a THB 100 billones (3,200 millones de dólares).
14. https://www.climatebonds.net/files/reports/gb_investor_survey-final.pdf
15. Se necesita investigar más y con un horizonte de tiempo más prolongado para determinar la credibilidad de estos datos con respecto a los bonos soberanos VSS. Ulf G. Erlandsson, del Anthropocene Fixed Income Institute, ha escrito sobre el tópico de la volatilidad del mercado secundario de bonos verdes https://anthropocenefii.org/afii-research
16. https://www.climatebonds.net/files/files/RoleStock%20Exchanges.pdf
17. Flandes (FLEMSH en la cinta de cotizaciones bursátiles) lanzó bonos de sostenibilidad en 2018, 2019 y 2020. A noviembre de 2020, el saldo total pendiente era de 2,800 millones de euros (3,100 millones de dólares).
18. policy-highlights-financing-climate-futures.pdf (oecd.org)
19. IEA 2015a



Climate Bonds Initiative quiere agradecer a las siguientes instituciones por su amable participación en esta encuesta:

Departamento de Deuda Pública, Ministerio de Finanzas, **República de Polonia**

Agencia del Tesoro de Francia, Ministerio de Economía y Finanzas, **República Francesa**

Agencia Belga de Deuda, **Reino de Bélgica**

Ministerio de Economía, **República de Fiyi**

Departamento de Economía Azul, **República de Seychelles**

Áreas de Crédito Público, **República Federal de Nigeria**

Ministerio de Finanzas, **República de Indonesia**

Ministerio de Hacienda, **República de Chile**

Departamento del Tesoro del Estado, Ministerio de Finanzas de la **República de Lituania**

Agencia de Gestión del Tesoro Nacional, **República de Irlanda**

Autoridad Monetaria de Hong Kong, **Hong Kong SAR**

Tesoro del Estado Holandés, Ministerio de Finanzas, **Reino de los Países Bajos**

Agencia Gubernamental de Gestión de Deuda (ÁKK), **Hungría**

Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), **Estados Unidos Mexicanos**

Áreas de Crédito Público, Ministerio de Finanzas, Gobierno de **Tailandia**

Ministerio de Finanzas, **Reino de Suecia**

Agencia Alemana de Finanzas, **República Federal Alemana**

Ministerio de Finanzas, **Gran Ducado de Luxemburgo**

Unidad de Mercados de Capital y Gestión de Deuda, Ministerio de Finanzas, **República Árabe de Egipto**

Producido con el generoso apoyo de HSBC
Cita sugerida: Harrison, C. y Muething, L., Encuesta sobre bonos soberanos verdes, sociales y sostenibles, Climate Bonds Initiative, enero de 2021
Autores: Caroline Harrison y Lea Muething
Editores: Bridget Boulle y Andrew Whiley
Agradecemos a las siguientes personas por sus aportes: Miguel Almeida, Bob Buhr, Lionel Mok y Clodagh Muldoon
Diseño: Godfrey Design
Traducción: gracias al apoyo del Consejo Consultivo de Finanzas Verdes de México

Climate Bonds Initiative © August 2021 **www.climatebonds.net**

Exención de responsabilidad: La información contenida en esta comunicación no constituye asesoramiento de inversión de ninguna forma y Climate Bonds Initiative no es un asesor de inversiones. Cualquier referencia a una organización financiera o instrumento de deuda o producto de inversión es solo para fines informativos. Los enlaces a sitios web externos son solo para fines informativos. Climate Bonds Initiative no acepta ninguna responsabilidad por el contenido en sitios web externos. Climate Bonds Initiative no respalda, recomienda o asesora sobre los méritos financieros o de otro tipo de ningún instrumento de deuda o producto de inversión y ninguna información contenida en este documento debe tomarse como tal, ni debe confiarse en la información contenida en esta comunicación para realizar ninguna decisión de inversión. La certificación conforme al Estándar de Climate Bonds solamente refleja los atributos climáticos del uso de los ingresos de un instrumento de deuda designado. No refleja la solvencia crediticia del instrumento de deuda designado, ni su cumplimiento con las leyes nacionales o internacionales. La decisión de invertir en cualquier cosa es exclusivamente suya. Climate Bonds Initiative no acepta responsabilidad de ningún tipo, por cualquier inversión que haga un individuo u organización, ni por cualquier inversión realizada por terceros en nombre de un individuo u organización, basada total o parcialmente en cualquier información contenida en este, o cualquier otra comunicación pública de Climate Bonds Initiative.