

# ADICIONALIDAD DE LOS BONOS VERDES: EL PANORAMA GLOBAL Y LA OPORTUNIDAD PARA ARGENTINA



## Por Numen Ferro

International Finance Corporation (CFI) - Washington, DC

Oficial de Inversiones en CFI. Responsable de la organización y estructuración de inversiones en los mercados de capitales con instituciones financieras en Mercados Emergentes.

Lic. en Contabilidad y CPA de la Universidad UDELAR (Uruguay).  
Maestría en Finanzas de la Universidad John Hopkins (USA)

Los bonos verdes han ganado protagonismo en los últimos años, creciendo a tasas de doble dígito, animando a los activistas ambientales y a los banqueros por igual.

Los bonos verdes son cualquier tipo de bono en el que los fondos se aplicarán exclusivamente para financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad, proyectos verdes elegibles, ya sean nuevos y/o existentes y que estén alineados con los cuatro componentes principales de los Principios de los Bonos Verdes (GBP, por sus siglas en inglés).

Estos bonos tienen como objetivo permitir y desarrollar el papel clave que los mercados de deuda pueden desempeñar en la financiación de proyectos que contribuyan a la sostenibilidad ambiental. Los GBP, definidos por la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA), promueven la integridad de este tipo de activos a través de directrices que recomiendan transparencia, publicidad y reporte de informes. Están destinados a ser utilizados por los participantes del mercado y diseñados para llevar la información necesaria que haga aumentar la asignación de capital a tales proyectos. Con el foco puesto en el uso de los fondos, el objetivo de los GBP es apoyar a los emisores en la transición de su modelo de negocio hacia una mayor sostenibilidad ambiental a través de proyectos específicos.

Permitir que el capital fluya a los activos y a los proyectos verdes (que de otro modo no se financiarían) es lo que comúnmente se entiende como *adicionalidad*. Se le han atribuido a los bonos verdes importantes contribuciones en la creación de condiciones favorables para direccionar los capitales hacia proyectos verdes en

esta nueva etapa del mercado. Los grandes resultados de dichos bonos se sustentan en una comprensión global de lo que constituye inversiones verdes, tanto del sector financiero como del sector público. Su *adicionalidad* no implica solo el efecto directo y a corto plazo del instrumento verde específico, sino también de los impactos sistémicos más amplios que este genera.

## Una comprensión global de lo que significan las inversiones verdes

Resulta fundamental, para transitar el camino hacia una economía orientada a la preservación del medioambiente, desarrollar una comprensión compartida y científicamente defendible de qué clase de activos y proyectos califican como verdes. En este sentido, los bonos verdes están creando tal entendimiento y lo transmiten a la comunidad financiera.

La certificación que exhibe que un bono sea verde genera que se visibilicen aquellos que están alineados con una economía de bajas emisiones de carbono, tendiente a mitigar los efectos del cambio climático. A diferencia de los bonos comunes, los bonos verdes ofrecen transparencia en tanto que obligan al emisor a revelar con precisión qué activos y proyectos se financiarán con lo recaudado tras su emisión.

Este tipo de bonos han contribuido a la comprensión de que la transición hacia una economía limpia requiere inversiones en todos los sectores de la economía. El mercado de estos bonos ha contribuido a ampliar el concepto de inversión verde, más allá de las energías

renovables, debatiendo y acordando acerca de las actividades orientadas a la conservación del medioambiente en una gama de sectores que crece constantemente. Así como en un primer momento la energía renovable dominó fuertemente el escenario de las finanzas verdes, en este momento se está ampliando el concepto hacia otras esferas como la construcción, el transporte, el agua, la agricultura y la silvicultura.

Este mercado ha ayudado a establecer el concepto de finanzas verdes dentro de cada uno de estos sectores, mediante la emisión de este tipo de bonos acompañados de definiciones y estándares específicos. Por ejemplo, en el sector del transporte, los ferrocarriles y los metros son entendidos y aceptados como soluciones de transporte con bajas emisiones de carbono. En el sector de la construcción, se acepta cada vez más que las mejoras radicales en lugar de incrementales son esenciales en lo que a eficiencia energética se refiere. Lo mismo ocurre en el sector del agua.

Una mayor disponibilidad de normas técnicas en cada uno de estos sectores proporciona una guía, tanto a los emisores como a los inversores, para simplificar qué nivel específico de desempeño ambiental se requiere en cada sector para que un activo se alinee con los objetivos de mitigación del cambio climático.

## Convergencia conceptual

Las definiciones oficiales de los gobiernos acerca de lo que significan las inversiones verdes, desarrolladas en la parte posterior del crecimiento del mercado de estos bonos, juegan un papel importante en la homogeneización del significado de esta clase de activos dentro y entre los países. Tal es el caso de China, que, en particular, ha mostrado liderazgo en el desarrollo de este tipo de definiciones, así como también la Unión Europea (UE) que está actualmente avanzando hacia una clasificación financiera sostenible. Ambos están colaborando para armonizar las definiciones verdes a nivel global.

Un área clave del proceso de armonización global mencionado anteriormente es la exclusión de los combustibles fósiles. El estándar de *Green Bond* de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN) excluye los combustibles fósiles del conjunto de activos que pueden calificar para ser considerados parte de las emisiones verdes, y se prevé que las definiciones verdes adoptadas por la UE hagan lo propio respecto de la

producción de estos combustibles. Este entendimiento globalmente compartido es un gran paso para desalentar la continua inversión en las llamadas tecnologías de combustibles fósiles como el carbón “limpio”, dándole un despliegue más veloz a las energías renovables.

El segmento de mercado correspondiente a las finanzas sostenibles vincula un amplio rango de empresas, incluyendo compañías de energía en el sector del carbón. La transición verde como una oportunidad de negocios es un componente fundamental para acelerar el proceso y convertirlo en una realidad, debido a que juegan un papel central en los mercados financieros y, en este sentido, resulta importante que los participantes de dicho sector (inversores, emisores, bancos de suscripción y agencias de calificación) crean que este tipo de modelos de negocios generan oportunidades de crecimiento, impulsando la asignación de recursos a proyectos verdes.

**Gráfico 1: El mercado de los Bonos Verdes en el año 2018**



**Emisión 2017 = 162 mil millones u\$s**  
**Estimación 2018 = 210 mil millones u\$s**

**Fuente:** Climate Bonds Initiative

La emisión anual de bonos verdes ha crecido de U\$11 mil millones en 2013 a U\$162.5 mil millones en 2017, evidenciando un crecimiento exponencial en solo 4 años. El stock de emisiones se sitúa en U\$ 419 mil millones a agosto de 2018, y se estima u\$s1 billón de emisiones anuales para 2020, según Misión 2020<sup>1</sup>. La implementación de una sola “etiqueta” verde para capturar inversiones resulta coherente con la idea de potenciar el mercado: en lugar de fragmentarlo por sectores específicos como bonos solares, de transporte de bajo carbono, etc., se consolidan los proyectos bajo una única denominación, permitiendo un fortalecimiento de este segmento del mercado.

<sup>1</sup> Véase [www.mission2020.global](http://www.mission2020.global)

Los bonos verdes permiten a los inversionistas involucrarse con compañías en el espacio de renta fija de una nueva manera, utilizando la certificación verde como un medio para que los emisores puedan comunicar fácilmente a los inversores lo que están desarrollando en temas sustentables. Los emisores informan que estos bonos han ampliado su espectro atrayendo tanto a inversores verdes como a tradicionales.

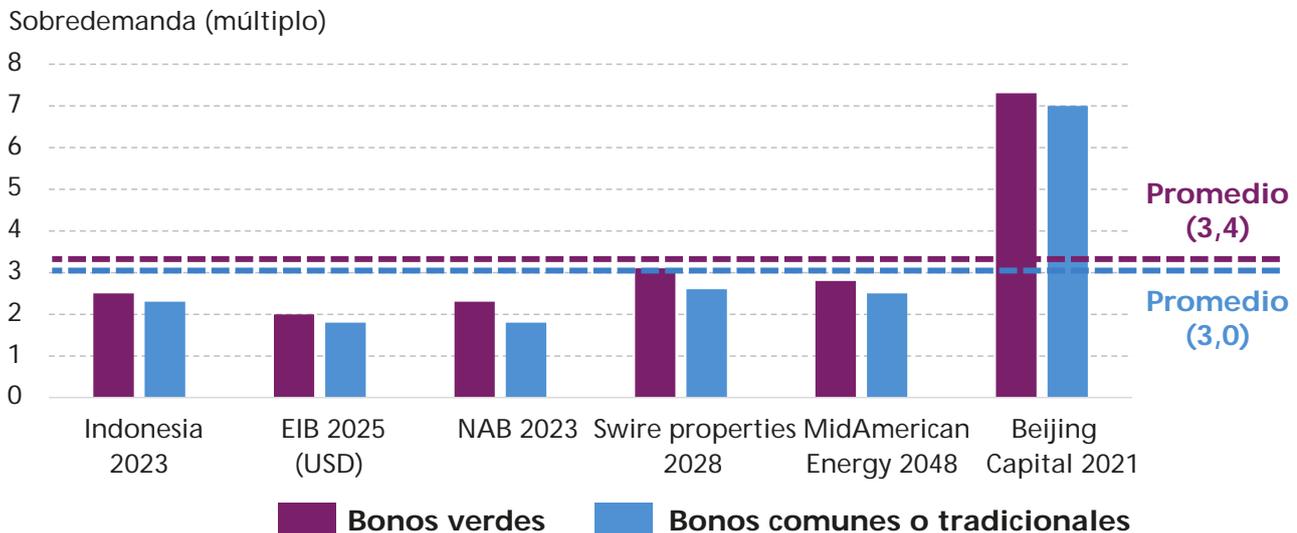
Una pregunta importante planteada acerca de la *adicionalidad* de los bonos verdes es la forma en que el mercado canaliza los recursos hacia los nuevos proyectos. La mayoría de esta clase de bonos no proporciona directamente capital de deuda a nuevos proyectos verdes, sino que refinancian en gran parte proyectos o activos después de que la fase de construcción se completa, atenuando los riesgos inherentes. Los bonos verdes evitan la exposición directa a tales riesgos y, en consecuencia, resultan atractivos para los inversores que buscan el pago de una renta fija a largo plazo con un bajo nivel de riesgo asociado.

El rol de refinanciación que cumplen los bonos es crucial para el crecimiento de distintos sectores e, indirectamente, facilita la financiación de nuevos proyectos, permitiendo, a quienes asumen su desarrollo y riesgo de construcción, retirarse una vez que esta fase del proyecto ha terminado. Tras ello, y ya con el activo operativo, la deuda inicial de alto rendimiento puede ser refinanciada por inversores adversos al riesgo que buscan colocaciones más estables y con mayor previsibilidad a largo plazo. La refinanciación libera el capital de los emisores de los activos existentes, que pueden

volver a invertirse en nuevos proyectos. Una aclaración importante es que, cuando los emisores de bonos verdes se comprometen a refinanciar, el hecho de estar clasificados como verdes no obliga a los mismos a utilizar el capital liberado en otro proyecto sustentable, lo cual implica que, si lo desearan, podrían invertir en un proyecto marrón. Si bien esta situación puede ser vista como una debilidad del sistema, la reputación dada por la emisión verde juega un papel importante. Un bono verde es, en cierta medida, una declaración pública de una inversión ecológica, en la cual existen costos de reputación si llegasen a comportarse de manera incoherente incumpliendo con las intenciones verdes declaradas.

Para muchas empresas emisoras, un bono verde constituye un empujón interno para añadir “sostenibilidad” en su estrategia de inversión. Este cambio cultural interno surge como resultado de que áreas no-verdes de la empresa - especialmente la tesorería - se eduquen sobre la agenda de transición verde, e identifiquen beneficios asociados al acceso a un perfil de inversores más amplio al tradicional. BerlinHyp (banco alemán enfocado en hipotecas) es un ejemplo de un agente económico que trabaja para hacer más sustentable su cartera a partir de la emisión de su primer bono verde. Esta institución, actualmente, pide a todos sus prestatarios la certificación y/o la calificación de eficiencia energética de sus edificios, y se esfuerza por aumentar el porcentaje que estos representan en su cartera.

**Gráfico 2: Comparación de demanda entre bonos verdes y tradicionales**



Fuente: Climate Bonds Initiative

## El rol de los bonos verdes como impulsores de las finanzas verdes

Si bien el mercado de bonos es un segmento importante de los mercados financieros, la transición a una economía global, con bajas emisiones de carbono e impactos climáticos positivos, requiere que todas las partes de los mercados financieros se involucren. Es por esta razón que el crecimiento de los bonos verdes debe complementarse con la expansión de otros productos de similar naturaleza, de manera tal de apuntalar dicha expansión. Esta clase de instrumentos financieros apoya el crecimiento de otras herramientas y productos vinculados a las finanzas verdes, las cuales ya evidencian la demanda de inversores convencionales. El hecho de saber que hay demanda de inversionistas crea un incentivo para el desarrollo de posteriores ofertas verdes. La etiqueta verde desarrollada para los mercados de bonos también puede aplicarse directamente a otros instrumentos de renta fija, así como a otras clases de activos. Por ejemplo, los préstamos definidos como verdes han tenido éxito copiando el modelo de los bonos. Bancos internacionales, como Natixis, BerlinHyp y ABN AMRO, han empezado a usar definiciones de esta naturaleza inherentes al mercado de bonos verdes para hacer el etiquetado interno de sus libros de préstamo. En Argentina, por ejemplo, el Banco Galicia está implementando este enfoque, y ya emitió un bono verde por U\$100 millones en 2018.

### Compromiso por parte del sector público

Los bonos verdes ofrecen al sector público una herramienta adicional para apoyar las inversiones ecológicas. Tanto los gobiernos nacionales como locales han asumido compromisos e introducido una serie de políticas para alentar el cambio de paradigma, pero están lejos de ser suficientes para frenar el incremento de las temperaturas medias globales por encima de 2°C, como lo establece el acuerdo de París sobre cambio climático. Es importante destacar que el apoyo de las políticas públicas a este tipo de colocaciones financieras no representa una alternativa al resto de las políticas climáticas que se vienen implementando, sino que deben ser incorporadas para funcionar como un complemento. El sector público ha desempeñado un papel catalizador en el mercado de bonos verdes. Esto incluye la emisión y las inversiones de los bancos de de-

sarrollo, los subsoberanos y los soberanos, para ayudar al mercado a desarrollar capacidades para estructurar bonos verdes.

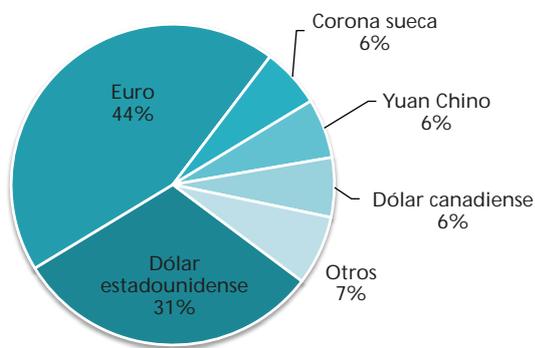
Dada la urgencia de abordar esta problemática, el sector público puede actuar reduciendo el costo y mejorando el acceso al capital “verde” para incentivar cambios en el uso eficiente del mismo a partir de cambios en los modelos financieros de los inversores. Si estos ajustan sus modelos de riesgo para incorporar plenamente los peligros relacionados con el cambio climático, apoyados por iniciativas como el grupo de tareas sobre la divulgación financiera relacionada con el clima (TCFD), esto debería redundar en un menor costo de capital para las inversiones sustentables. El problema surge a raíz de que existen horizontes temporales distintos entre la urgencia para atenuar el cambio climático y el tiempo que le llevará a los inversores modificar sus modelos de riesgo.

Especialistas en bonos verdes han contribuido a trasladar la conversación sobre las finanzas verdes a los órganos principales del sector económico y financiero. En 2016, el G20 lanzó un grupo de estudio de finanzas verdes. En 2017, se conformó una red de bancos centrales y supervisores dedicada a la transformación sustentable del sistema financiero. La Red Bancaria Sostenible (Sustainable Banking Network) impulsada por la Corporación Financiera Internacional del Banco Mundial, que incluye a los reguladores de 34 economías emergentes, también lanzó un grupo de trabajo dedicado a los bonos verdes en 2017, y la Organización Internacional de la Comisión de Valores (IOSCO) creó un grupo similar. En todos estos foros, los bonos verdes son centrales en las discusiones de desarrollo y expansión de las finanzas sustentables.

El objetivo último se centra en que los bonos que nos ocupan aporten al cambio de dirección de los flujos de capital y permitan inversiones verdes que no hubieran ocurrido en ausencia de este nuevo mercado. El rápido crecimiento de los instrumentos verdes no es prueba en sí mismo de un cambio sustentable en los activos y proyectos vinculados. Una gran parte de lo hecho hasta la fecha ha sido simplemente identificar los proyectos sustentables para hacerlos visibles. En la próxima fase, el mercado de bonos verdes tiene que impactar en el costo y acceso al capital para los emisores de los mercados emergentes, con el fin de facilitar un rápido aumento en el volumen de activos sustentables y proyectos concretos vinculados.

El costo del capital puede ser una parte significativa de los costos totales de proyectos de infraestructura. Reducir este tipo de costo para proyectos verdes, en lugar de hacerlo para aquellos que no lo sean, podría ayudar a inclinar la balanza en favor de los primeros. Ya algunos resultados sugieren alguna evidencia sobre las diferencias en el costo del capital de los bonos verdes con respecto a los bonos tradicionales, aunque todavía no se observa dicho efecto a gran escala. Es necesario un análisis más exhaustivo para presentar pruebas concluyentes al respecto.

**Gráfico 3: Emisión de bonos verdes en el 1er semestre 2018 por tipo de moneda**



**EMISIÓN 1<sup>ER</sup> SEMESTRE 2018 = 81,7 MIL MILLONES US\$**

Fuente: Climate Bonds Initiative

Este mercado ha creado las bases para que tanto el sector público como el privado trabajen juntos influenciando una modificación en el flujo de capitales a gran escala. Las discusiones sobre la *adicionalidad* de los bonos verdes tienden a tener un enfoque limitado, considerando solo los proyectos o activos que son financiados por bonos verdes individuales. El objetivo del mercado de este tipo de instrumentos financieros es más amplio, ya que radica en crear un cambio a nivel sistémico para apoyar la transición hacia una economía con bajas emisiones de carbono y que produzca beneficios climáticos positivos.

Para los próximos cinco años, se espera que la *adicionalidad* se materialice en forma de cambio en el flujo de capitales a escala de activos y proyectos verdes, que de otro modo no habrían sido financiados.

## Oportunidad para Argentina

El gobierno argentino se ha comprometido a aumentar, de forma considerable, la producción de energía proveniente de fuentes renovables. Los programas más relevantes para implementar esta política y cumplir dicho objetivo son: (i) RenovAr; (ii) MaTer - Mercado a Término de Energía Eléctrica de Fuente Renovable; (iii) Permer – Proyecto de Energía Renovable en mercados rurales; (iv) Generación Distribuida de Energías Renovables.

Todos estos programas y la agenda nacional de desarrollo de una matriz energética más sustentable y “verde”, puede verse sustancialmente beneficiada por la estructuración y emisión de bonos verdes para atraer a inversores y capital hacia este importante sector económico.

## Reflexiones finales

En síntesis, los bonos verdes constituyen una herramienta valiosa para financiar proyectos sustentables y contribuir de esta manera a mitigar los efectos del cambio climático. En los últimos años, este tipo de instrumentos financieros ha experimentado un crecimiento vertiginoso reflejando un creciente interés por parte de la comunidad financiera internacional por esa clase de activos. Esta evolución ha sido posible gracias a la colaboración conjunta tanto del sector privado como de las distintas esferas del sector público.