

LIDERAZGO DE LOS PRESTAMISTAS: EL CASO DE LOS BONOS VERDES DE LOS BANCOS EUROPEOS PARA APOYAR LA TRANSICIÓN MEDIOAMBIENTAL

Resumen ejecutivo

Los bonos verdes de los bancos europeos pueden ofrecer a los inversores un impacto medioambiental positivo al tiempo que se benefician de una calidad crediticia muy sólida.

Dado el papel dominante de los bancos europeos en la financiación de empresas y clientes privados, la ecologización del sector bancario es crucial para apoyar la transición medioambiental.

Invertir en bonos verdes de los bancos es una gran oportunidad para apoyar a los bancos a alcanzar objetivos de financiación verde cada vez más ambiciosos.

La reglamentación está actuando como catalizador para que los bancos aumenten la financiación verde, pero lo que es igualmente importante, está llevando a los bancos a presionar a los clientes existentes para que apliquen estrategias medioambientales con credibilidad, lo que supone un gran impulso para “ecologizar” toda la economía.

La gestión activa es primordial para garantizar la inversión en bonos verdes de alta calidad y evitar los bonos sin un verdadero propósito de sostenibilidad. Esto requiere un análisis en profundidad a nivel de emisores, bonos y proyectos.

1. Los bancos europeos han seguido la tendencia mundial de aumentar la emisión de bonos verdes

La emisión mundial de bonos verdes sigue aumentando, habiendo superado la marca de un billón de dólares acumulados, con cerca de 300.000 millones de dólares sólo en el año 2020.

El fuerte impulso se ha visto respaldado por las estrategias medioambientales cada vez más ambiciosas de los emisores, la presión de los legisladores y los reguladores para abordar el riesgo climático y, en última instancia, la fuerte demanda de los inversores.

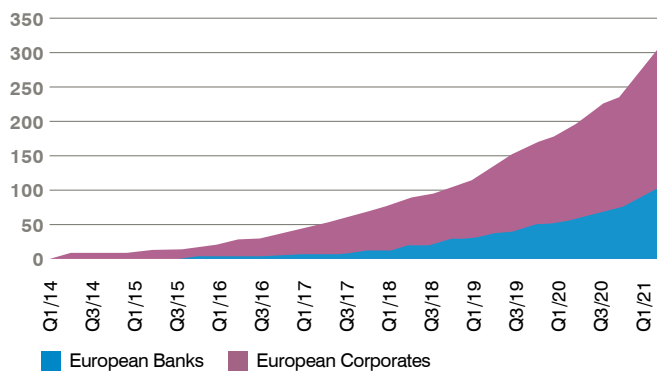


Romain Miginiac
Co-Fund Manager
of GAM Sustainable
Climate Bond Fund
& Head of Research,
Atlanticomnium

Los bancos europeos han desempeñado definitivamente un papel activo en el ámbito de los bonos verdes, con un mercado que ha alcanzado los 100.000 millones de dólares en los primeros seis meses del año 2021, impulsado por un récord de 33.000 millones de dólares solo en el primer semestre de 2021 (a 30.06.2021, fuente ATL, BBG). Los bancos han emitido bonos verdes a un ritmo más rápido que las empresas europeas, y los bonos verdes bancarios representan el 35% del mercado, frente al 28% del índice corporativo general (Barclays Bloomberg Euro-Aggregate Corporate Index, a 30.06.2021). Los bancos han desplegado estrategias medioambientales en línea con el objetivo de cero emisiones netas hacia el año 2050, a menudo apoyadas por objetivos cuantitativos de financiación verde/sostenible.

La Net Zero Banking Alliance (Alianza Bancaria Cero Neto), formada recientemente por bancos mundiales con un total de 30 billones de dólares en activos, es un fuerte compromiso del sector bancario para establecer estrategias tangibles de emisión neta cero de carbono, alineadas con el acuerdo de París (aumento de la temperatura de menos de 2 grados y preferiblemente 1,50C para el final del siglo). La emisión de bonos verdes ha sido, por tanto, una herramienta ideal para apoyar la reserva de activos verdes.

Gráfico 1: La emisión de bonos verdes por parte de los bancos europeos se ha acelerado (miles de millones de dólares - Acumulados)



Fuente: Bloomberg, Atlanticomnium, datos a 30.06.2021.

Antes de profundizar en los detalles de por qué consideramos que los bonos verdes son una herramienta poderosa para los inversores que buscan generar tanto un impacto medioambiental significativo como una rentabilidad atractiva, es importante entender la mecánica de los bonos verdes.

SOSTENIBILIDAD CON CREDIBILIDAD

A pesar del establecimiento de los principios de los bonos verdes y de las iniciativas impulsadas por el mercado, todavía no existen requisitos legales para determinar o que es un bono verde, y la práctica del “ecoblanqueo” (greenwashing) está presente en el mercado. A medida que el mercado de bonos verdes crece, creemos que es fundamental que los titulares de estas inversiones se aseguren activamente de que los recursos se destinan a proyectos realmente verdes.

Por ello, GAM incorpora varios niveles de análisis en su marco de [evaluación de los bonos verdes](#).

Nuestro marco se basa en los ICMA Green Bond Principles (Principios de los Bonos Verdes de la ICMA) y comprende tres niveles de análisis. No solo comprobamos el perfil del emisor para asegurarnos de que su estrategia medioambiental es sólida y convincente, sino que también analizamos los procesos y la gobernanza del bono para asignar los recursos y garantizar que se destinan a activos o proyectos verdes fiables y, a nivel de activos, utilizando datos cuantitativos de terceros, evaluamos si el impacto medioambiental es positivo y significativo, y de conformidad con los objetivos del Acuerdo de París.

Este último aspecto es especialmente importante.

Al informar sobre las emisiones netas evitadas por un parque solar en España, por ejemplo, algunas metodologías expresarán las “toneladas de emisiones evitadas” en comparación con la electricidad producida, por ejemplo, por una central eléctrica de carbón. Se trata de una cifra importante, pero, en nuestra opinión, poco realista. Por ello, hemos optado por una metodología que describa las “toneladas de emisiones evitadas” en comparación específicamente con la generación de electricidad equivalente basada en el mix energético medio de España, y que también refleje las emisiones producidas por la fabricación de la tecnología del parque solar. Una cifra menor pero más realista.

Para que nuestros informes de impacto sean de la mayor calidad posible, colaboramos con el proveedor de datos especializado [Carbone 4](#) para calcular los indicadores frecuentes medioambientales (KPI por sus siglas en inglés) a nivel de fondo, estando la completa metodología y previsiones a disposición de los inversores previa solicitud.

Esto significa que podemos afirmar con seguridad que 10 millones de euros invertidos en nuestra estrategia de bonos climáticos sostenibles financiarían soluciones energéticas y proyectos tecnológicos capaces de ayudar a reducir las emisiones equivalentes a las de un automóvil en una vuelta a la Tierra de 212 veces, o a las de 10.000 casas europeas reformadas.

Desde una perspectiva estricta de riesgo-rendimiento, los bonos verdes y los bonos ordinarios son prácticamente idénticos. Los bonos verdes se emiten normalmente en forma de bonos sénior no garantizados (también pueden ser en formato subordinado y otros), tienen el mismo riesgo de crédito, calificaciones y estructura que los bonos ordinarios. La diferencia principal es el uso de los recursos (el uso de lo dinero recaudado por el emisor). Mientras que los bonos ordinarios suelen emitirse para “finés corporativos generales”, los recursos de los bonos verdes sólo pueden utilizarse para financiar activos o proyectos con un impacto medioambiental positivo. Las categorías elegibles de activos o proyectos a financiar suelen incluir energías renovables, edificios verdes, transporte sostenible, silvicultura, etc., todos ellos con un impacto climático positivo. Desde el punto de vista de los inversores, esto significa transparencia sobre el uso del dinero recaudado y un vínculo directo entre la emisión de bonos y el impacto climático.

Un aspecto importante es que, aunque los ingresos se destinan a financiar estos activos elegibles, **los tenedores de bonos asumen el riesgo de crédito del emisor, y no de los proyectos o activos verdes subyacentes**. Los tenedores de bonos no pueden recurrir a los activos verdes, y en la jerarquía de acreedores, los bonos verdes y los ordinarios tienen un rango pari-passu. En caso de incumplimiento del emisor, la recuperación para los titulares de bonos verdes y ordinarios no garantizados es idéntica. **En esencia, los bonos verdes no son titulizaciones, y el vínculo entre la emisión y el impacto se produce a través del uso de los recursos**. Desde la perspectiva de los tenedores de bonos, vemos esto como algo positivo, ya que se **benefician de la transparencia del uso de los fondos y de un impacto tangible, sin renunciar a la calidad del crédito**. Los bonos verdes de bancos europeos cuidadosamente seleccionados ofrecen a los inversores un impacto positivo al tiempo que se benefician de una sólida calidad crediticia. Esto es especialmente importante, ya que los bancos financian proyectos de gran impacto, pero con mayor riesgo de incumplimiento, como las pequeñas y medianas empresas (PYME) o proyectos verdes específicos de menor envergadura; en este caso, los inversores se benefician del gran impacto, pero evitan el mayor riesgo de impago de los proyectos individuales.

Los bonos verdes de los bancos no son diferentes de los bonos verdes de los emisores corporativos. La única y mínima diferencia es que los bancos no compran directamente activos verdes, como parques eólicos, sino que financian a sus clientes que participan en esos proyectos verdes. Por ejemplo, los bancos ofrecerán financiación para proyectos de energías renovables o hipotecas sobre edificios verdes.

2. Bonos verdes de los bancos europeos: ecologizar a los grandes para apoyar la transición medioambiental

Dadas las características de los bonos verdes emitidos por los bancos (a través de la concesión de préstamos en lugar de la compra directa de activos verdes), conviene averiguar por qué son favorables desde la perspectiva del impacto.

En primer lugar, los inversores deben considerar el papel de los bancos europeos en la economía. Como intermediarios financieros, los bancos desempeñan un papel fundamental en la financiación tanto de los hogares como de las empresas. Esto se ve reforzado por el predominio de los préstamos bancarios en la financiación de las empresas europeas, estimado en un elevado 80%, dada la menor dependencia de la financiación en los mercados de capitales, en comparación con los Estados Unidos, por ejemplo. Esto significa que no sólo las PYME y los clientes privados no tienen acceso a la financiación no bancaria, sino que incluso las grandes empresas dependen de la financiación bancaria. El potencial de impacto del apoyo a las PYME es especialmente convincente, ya que las PYME representan alrededor de dos tercios de la ocupación en la UE (fuente: [Estadísticas sobre las pequeñas y medianas empresas - Statistics Explained \(europa.eu\)](#)). La financiación bancaria actúa como catalizador para impulsar el impacto de las PYME, e indirectamente impulsa el impacto social positivo además del impacto medioambiental mediante la financiación de proyectos verdes. Para ilustrar este impacto, Credit Agricole reporta en su Informe de Bonos Verdes 2020 ([Presentación en PowerPoint \(credit-agricole.com\)](#)) la financiación de 19 millones de euros para apoyar la expansión de Cap Sud (PYME francesa especializada en la instalación y el mantenimiento de plantas de energía solar) en Francia y en el extranjero. Por consiguiente, el papel de los bancos en la economía es primordial y, como tal, el desplazamiento bancario del flujo de crédito hacia la economía “verde” encierra un enorme potencial de impacto medioambiental positivo.

Además, creemos que los bancos pueden y deben actuar más para alinear su financiación con las emisiones netas cero, ampliar la financiación verde y renunciar a los proyectos que no cumplan los objetivos del Acuerdo de París. Apoyamos plenamente [las exigencias de la IIGCC para el sector bancario](#), que establecen áreas claras de actuación para los bancos, incluyendo presionar para el cese de las actividades generadoras de emisiones a través de la deforestación, de la transformación de los usos del suelo y de la financiación de los combustibles fósiles.

Tal y como comentamos en nuestro reciente artículo sobre ESG de los bancos ([Bancos y ESG: de la gobernanza \(G\) al medio ambiente \(E\) | GAM](#)), el catalizador fundamental para que el sector bancario apoye la transición medioambiental es la reglamentación. Desde la CFG (Crisis Financiera Global), la trayectoria de los reguladores en la transformación del sector bancario ha sido sobresaliente, y con el riesgo climático en primera línea de la agenda regulatoria, la tendencia para la(s) próxima(s) década(s) es evidente. Hay numerosas iniciativas de reglamentación en curso (además de las iniciativas de los emisores, inversores y gobiernos) para abordar el riesgo climático en las carteras de préstamos e inversiones de los bancos, que van desde la mejora de la información hasta los controles de resistencia. Los controles de resistencia climática son, en nuestra opinión, el elemento transformador, ya que con el tiempo influirán en la planificación de capital de los bancos, ya sea a través de recargos de capital destinados a la financiación perjudicial para el medio ambiente (“brown finance”) o de suplementos de capital por la gestión inadecuada del riesgo climático.

Esto ya está incentivando a los bancos a aumentar su financiación de activos verdes (por ejemplo, el Banco Santander pretende recaudar y facilitar 220.000 millones de euros de financiación verde durante la próxima década), lo que también refleja el papel de los bancos en la financiación de la economía y una creciente cartera de proyectos verdes. Como inversores en bonos verdes, el resultado es claramente positivo, ya que apoya el crecimiento del mercado y ofrece nuevas oportunidades de inversión.

El segundo aspecto indirecto de la “ecologización” de las carteras de préstamos de los bancos es el compromiso con los clientes existentes. Aunque este aspecto frecuentemente es subestimado, consideramos que se trata de un factor relevante de la capacidad de los bancos para efectuar el cambio. Los bancos, que a menudo son la única fuente de préstamos para las PYMES y los clientes particulares y los principales financiadores de las grandes empresas, tienen una relación privilegiada con sus clientes. El compromiso entre los banqueros y los clientes es arraigado, normalmente en cuestiones de desarrollo empresarial o financieras para apoyar la evaluación del riesgo crediticio de los banqueros. Con el impulso que está cobrando el riesgo climático, estos aspectos ya se están incorporando a las discusiones y se intensificarán continuamente. En última instancia, los criterios medioambientales (y otros criterios ESG) influirán en las decisiones de suscripción y en la fijación de los precios de los préstamos, una tendencia ya incipiente.

¿Cómo se explica lo anterior? Como los bancos son “penalizados” por los reguladores (en términos de capital requerido) por la concesión de préstamos a emisores con credenciales medioambientales débiles o a industrias con prácticas perjudiciales para el medio ambiente, los bancos presionarán a los clientes para que apliquen y ejecuten estrategias medioambientales acreditadas. Para los rezagados, esto significará un mayor coste de los préstamos o incluso el fin de las relaciones crediticias. El potencial de impacto es enorme, dado el papel de los bancos en la economía a través de las industrias. Los bancos impulsarán el cambio en toda la economía al presionar a sus clientes para que establezcan estrategias medioambientales dignas de crédito. Estimamos que el mercado de bonos verdes para los bancos europeos puede alcanzar fácilmente los 200.000 millones de euros o más en los próximos 24-36 meses (frente a los 80.000 millones de euros actuales), dado el actual ritmo de emisión. Esto debe ponerse en perspectiva con los bonos en circulación de los bancos europeos, que superan el billón de euros en todas las divisas. Es importante tener en cuenta que, dado que los bancos se financian principalmente con depósitos (la financiación de la deuda es sólo una parte menor), los activos verdes financiados por los bancos serán un gran múltiplo de los bonos verdes emitidos: los bancos de la UE disponen de aproximadamente 17 billones de euros en préstamos, una cifra que supondrá la financiación de activos verdes en billones de euros. Como ejemplo, el BBVA ha revisado recientemente sus objetivos de financiación verde para el año 2025 situándolos en 200.000 millones de euros (en lugar de 100.000 millones de euros); se trata de 200.000 millones de euros de un único banco.

3. La inversión en bonos verdes aumenta la importancia de la gestión activa para generar un impacto significativo

A pesar de nuestra convicción sobre los bonos verdes de los bancos como una poderosa herramienta para apoyar a los bancos, a la economía en general y a una transición ordenada que cumpla con los objetivos establecidos por el Acuerdo de París, la gestión activa también es vital en la selección de emisores y bonos.

Aunque se ha avanzado mucho en la armonización del mercado de bonos verdes, no existen requisitos legales o reglamentarios sobre lo que constituye un bono verde y las obligaciones de los emisores hacia los inversores. Como inversor, es necesario centrarse en la selección de bonos que ofrezcan un alto impacto potencial y evitar aquellos emitidos sin un verdadero propósito de sostenibilidad.

Más allá del análisis crediticio tradicional para seleccionar emisores fuertes (podría decirse que sólo los emisores fuertes tienen la capacidad de efectuar el cambio), es esencial un análisis extra-financiero en profundidad para identificar bonos verdes de alta calidad. Hay tres pilares fundamentales de análisis para seleccionar bonos verdes de alta calidad:

- **Análisis del perfil ESG de los emisores:** los emisores con sólidas credenciales ESG (con especial atención a la “E”) tienen más probabilidades de contar con una estrategia medioambiental transparente y fiable y tienen razones estratégicas para emitir bonos verdes. La emisión de bonos verdes debe estar en consonancia con una estrategia medioambiental convincente y ambiciosa, por ejemplo, para apoyar el desarrollo de activos verdes.
- **Análisis del marco de los bonos verdes:** el marco de los bonos verdes, el “Folleto informativo verde”, establece todos los procesos y la gobernanza que rodean la asignación de los recursos a los activos o proyectos verdes. Los procesos y la gobernanza de alta calidad garantizan la confianza en el impacto de los fondos utilizados. Los emisores deben respetar normas estrictas (como los principios de los bonos verdes de la ICMA, como mínimo) y proporcionar información transparente a los inversores sobre la asignación de fondos y el impacto.
- **Análisis del impacto:** Los emisores presentan informes posteriores a la emisión sobre la asignación y los informes, incluyendo estimaciones del impacto medioambiental positivo de los activos o proyectos verdes financiados. La dificultad radica en la amplia gama de metodologías e hipótesis utilizadas para calcularlas, que varía considerablemente de un emisor a otro. El uso de metodologías comparables puede ayudar a evaluar el impacto positivo entre los emisores.

La selección de los mejores bonos verdes requiere un análisis en profundidad a todos los niveles

Bonos Verdes Best-in-class Características	Pilares clave de análisis
Propósito de emisión genuino	Calidad del emisor ESG <ul style="list-style-type: none"> • Fuerte perfil ESG • Estrategia climática creíble • Alineamiento de emisión de bonos verdes con estrategia climática
Visibilidad de uso de procedimientos	Marco de bonos verdes <ul style="list-style-type: none"> • Cumple al menos con los Estándares de Bonos Verdes del ICMA • Folleto verde de alta calidad • Informes transparentes de asignación e impacto
Impacto climático significativo	Análisis de impacto <ul style="list-style-type: none"> • Datos comparables para evaluar el impacto • Impacto significativo de la financiación de activos verdes

Fuente: Atlanticornium.

Si sumamos el análisis financiero y extra-financiero necesario para identificar los bonos verdes de alta calidad, está claro que la gestión activa tiene un gran valor añadido cuando se invierte en bonos verdes. Además, el compromiso con los emisores debe ser una prioridad absoluta, en cada paso del análisis, tanto para mejorar el análisis interno como para expresar nuestras opiniones a los emisores con el fin de mantener los más altos estándares en el mercado de bonos verdes.

En general, consideramos que los bonos verdes de los bancos europeos son un poderoso instrumento para que los inversores generen un impacto medioambiental positivo y significativo. El cambio climático es uno de los mayores riesgos para la economía mundial en el futuro, y la incorporación del riesgo climático como parte fundamental del proceso de inversión garantiza una sólida gestión prospectiva del riesgo y, por extensión, la protección de los rendimientos de los tenedores de bonos.

Para más información, visite GAM.com

Advertencias legales importantes :

La información contenida en este documento se ofrece únicamente con fines informativos y no constituye un asesoramiento de inversión. Las opiniones y valoraciones contenidas en este documento pueden cambiar y reflejar el punto de vista de GAM en el entorno económico actual. No se acepta ninguna responsabilidad por la exactitud e integridad de la información. Los resultados pasados no son un indicador fiable de las tendencias actuales o futuras. Los instrumentos financieros mencionados se facilitan únicamente con fines ilustrativos y no deben considerarse como una oferta directa, una recomendación de inversión o un consejo de inversión. La referencia a un valor no es una recomendación de compra o venta de dicho valor. Los valores enumerados fueron seleccionados del universo de valores cubiertos por los gestores de la cartera para ayudar al lector a comprender mejor los temas presentados. Los valores incluidos no son necesariamente mantenidos por ninguna cartera ni representan ninguna recomendación de los gestores de carteras. No se garantiza que las previsiones se cumplan.