



UNIVERSITAT  
POLITÈCNICA  
DE VALÈNCIA



UNIVERSITAT POLITÈCNICA DE VALÈNCIA

Facultad de Administración y Dirección de Empresas

Efectos de la Pandemia de COVID-19 sobre la emisión de  
instrumentos de financiación sostenible

Trabajo Fin de Grado

Grado en Administración y Dirección de Empresas

AUTOR/A: Ramírez Peña, Eva

Tutor/a: Moya Clemente, Ismael

CURSO ACADÉMICO: 2021/2022



Me gustaría agradecer a mis padres su eterno apoyo y confianza. Siempre me han impulsado y apoyado en todo aquello que he decidido hacer, confiando en mi criterio y ayudando en todo lo que estaba en su mano. Sin su respaldo, todo hubiera sido mucho más difícil.

Quisiera agradecer también a mi hermana Susana su ayuda a lo largo del trabajo, explicándome conceptos con los que necesitaba ayuda y facilitándome información muy interesante.

Agradezco también, a mi tutor, Ismael, su constante disposición para ayudarme, incluso cuando este trabajo avanzaba muy lentamente. Muchas gracias.

## Resumen

En el presente trabajo se estudia el impacto de la pandemia de COVID-19 en el mercado de la financiación sostenible. Abordaremos este análisis estudiando las cifras de este mercado antes, durante y después de la pandemia, para determinar si ha habido un incremento en su ritmo de crecimiento. Estudiaremos, principalmente, las emisiones de bonos verdes, sociales y sostenibles, aunque también evaluaremos la evolución de otros instrumentos de financiación sostenible, como los fondos de inversión con criterios ESG.

Para profundizar en dicho análisis, estudiaremos cinco herramientas concretas de financiación sostenible, o ligadas a la misma, que fueron emitidas para ayudar en la lucha contra los efectos económicos de la pandemia de COVID-19; un bono verde, tres bonos sociales y un programa de avales. Dicho análisis nos permitirá no sólo ahondar en los efectos de la pandemia en el mercado de la financiación sostenible, mediante el análisis de instrumentos concretos emitidos para mitigar sus efectos económicos, sino también, evaluar en qué grado ha servido la financiación sostenible como herramienta en la lucha contra los efectos de la pandemia.

## Resum

En el present treball s'estudia l'impacte de la pandèmia de COVID-19 en el mercat del finançament sostenible. Abordarem esta anàlisi amb l'estudi de les xifres d'este mercat abans, durant i després de la pandèmia, per a determinar si hi ha hagut un increment en el seu ritme de creixement. Estudiarem, principalment, les emissions de bons verds, socials i sostenibles, encara que també avaluarem l'evolució d'altres instruments de finançament sostenible, com els fons d'inversió amb criteris ESG.

Per a aprofundir en l'aquesta anàlisi, estudiarem cinc ferramentes concretes de finançament sostenible, o lligades a la mateixa, que van ser emeses per a ajudar en la lluita contra els efectes econòmics de la pandèmia de COVID-19; un bo verd, tres bons socials i un programa d'aval. L'aquesta anàlisi ens permetrà no sols aprofundir en els efectes de la pandèmia en el mercat del finançament sostenible, per mitjà de l'anàlisi d'instruments concrets emesos per a mitigar els seus efectes econòmics, sinó també, avaluar en quin grau ha servit el finançament sostenible com a ferramenta en la lluita contra els efectes de la pandèmia.

## Abstract

This paper studies the impact of the COVID-19 pandemic on the sustainable finance market. We will approach this analysis by studying the figures of this market before, during and after the pandemic, in order to determine whether there has been an increase in its growth rate. We will mainly look at green, social and sustainable bond issues, although we will also evaluate the evolution of other sustainable financing instruments, such as ESG investment funds.

To deepen this analysis, we will study five specific sustainable financing tools, or linked to it, that were issued to help fight the economic effects of the COVID-19 pandemic; one green bond, three social bonds and a guarantee program. This analysis will allow us not only to delve into the effects of the pandemic on the sustainable finance market, by analyzing specific instruments issued to mitigate its economic effects, but also to assess the extent to which sustainable finance has served as a tool in the fight against the effects of the pandemic.

<b>1. Introducción</b> .....	<b>8</b>
1.1 Objetivos .....	10
1.2 Orden documental .....	11
<b>2. Timeline de la financiación sostenible</b> .....	<b>12</b>
<b>3. Marco regulatorio de la financiación sostenible</b> .....	<b>14</b>
<b>4. Greenwashing</b> .....	<b>19</b>
<b>5. Impacto de la pandemia de COVID-19 en el mercado de la financiación sostenible</b> .....	<b>21</b>
5.1 Mercado global de bonos ESG .....	21
5.2 Mercado nacional de bonos ESG .....	24
5.3 Otros instrumentos de financiación sostenible .....	26
<b>6. Papel de la financiación sostenible en la lucha contra los efectos económicos de la pandemia de COVID-19; herramientas y bonos emitidos</b> .....	<b>28</b>
6.1 Bono social ICO .....	29
6.2 Bono social BBVA .....	34
6.3 Programa SURE .....	36
6.3.1 Emisión del primer bono social SURE .....	38
6.4 Programa NextGenerationEU .....	41
6.4.1 Emisión del primer bono verde NextGenerationEU .....	42
6.5 Línea de avales COVID-19 ICO .....	45
6.5.1 Línea para turismo y actividades derivadas .....	47
6.5.2 Línea para transporte y vehículos profesionales a motor ...	47
6.5.3 Ampliación del plazo de avales .....	48
<b>7. Conclusiones</b> .....	<b>49</b>
<b>Bibliografía</b> .....	<b>52</b>
<b>Anexo 1. Tabla de comparación de los cupones devengados por los bonos estudiados y el bono alemán a 10 años</b> .....	<b>61</b>
<b>Anexo 2. Objetivos de Desarrollo Sostenible</b> .....	<b>62</b>
<b>Glosario de siglas</b> .....	<b>65</b>

## Índice de figuras

---

1. Timeline de la financiación sostenible .....	13
2. Evolución global del mercado mundial de la financiación sostenible (bonos verdes, sociales, sostenibles y ligados a la sostenibilidad) ...	21
3. Evolución del porcentaje de bonos verdes, sociales, sostenibles y ligados a la sostenibilidad, como parte del total de los mismos, en España .....	25
4. Tipología de los inversores de la emisión de un bono social realizada en mayo de 2020 por el ICO .....	30
5. Distribución geográfica de la financiación ofrecida por el bono social emitido en mayo de 2020 por el ICO (gráfico de barras) .....	31
6. Distribución geográfica de la financiación ofrecida por el bono social emitido en mayo de 2020 por el ICO (mapa) .....	31
7. Fondos asignados por sector de actividad de la financiación ofrecida por el bono social emitido en mayo de 2020 por el ICO .....	32
8. Distribución geográfica de los inversores del bono emitido en octubre de 2021 como parte del programa NextGenerationEU .....	43
9. Tipología de los inversores del bono emitido el 12 de octubre de 2021 como parte del programa NextGenerationEU .....	43

## Índice de tablas

---

1. Evolución del mercado nacional de financiación sostenible (bonos verdes, sociales y sostenibles) .....	24
2. Características técnicas del bono social emitido en mayo de 2020 por el ICO .....	32
3. Características técnicas del bono social emitido en mayo de 2020 por el banco BBVA .....	35
4. Cantidad concedida y desembolsada en forma de préstamos por parte de la UE a estados miembros, como parte del programa SURE .....	37
5. Características técnicas de la primera emisión de un bono social por parte de la Unión Europea, como parte del programa SURE .....	39
6. Características técnicas del bono emitido en octubre de 2021 como parte del programa NextGenerationEU .....	44
7. Comparativa de los cupones devengados por los bonos estudiados y el bono alemán a 10 años.....	61



## 1. Introducción

---

La reciente pandemia de COVID-19 ha acarreado importantes consecuencias tanto sociales como económicas, además, por supuesto, de la situación de emergencia sanitaria generada. La financiación sostenible, ya en auge antes de la pandemia, ha constituido una herramienta muy adecuada para luchar contra los efectos económicos de la misma. Se han emitido múltiples instrumentos cuyos fondos han sido destinados a financiar actividades que contribuyesen a una pronta recuperación tras la situación de crisis. En el presente trabajo se analizarán las repercusiones de la pandemia de COVID-19 en el mercado de la financiación sostenible. Estudiaremos tanto la evolución del mercado en dicho periodo, como herramientas concretas de financiación sostenible que han sido utilizadas para amortiguar las consecuencias económicas de la pandemia.

La financiación sostenible está ligada a tres tipos de bonos: los bonos verdes, los sociales y los sostenibles. Los bonos verdes son aquellos que destinan sus fondos a proyectos de lucha contra el calentamiento global. Ejemplo de ello podrían ser iniciativas de investigación sobre fuentes de energía renovables, de control y prevención de la contaminación, de impulso del transporte ecológico, o cualquier otro proyecto que redunde en el bien del planeta y la conservación del mismo.

Un bono social es aquel que destina sus fondos a proyectos que repercutan en el bien de la sociedad y la mejora en la calidad de vida de la población. Ejemplos de este tipo de bonos son: iniciativas para facilitar el acceso a una vivienda digna, proyectos de empoderamiento socioeconómico de determinados grupos de población, generación de empleo, etc.

Por último, los bonos sostenibles son una combinación de los dos tipos de bonos descritos anteriormente. Destinan sus fondos a proyectos que generen un bien medioambiental y social.

La primera emisión de un bono verde, el tipo primigenio de financiación sostenible, se remonta al año 2007, y fue realizada por el Banco Europeo de Inversiones (BEI). Desde entonces, la demanda de este mercado no ha dejado de crecer, dada la tendencia de la sociedad a invertir en activos que motiven beneficios para la misma y el creciente nivel de responsabilidad para con nuestro planeta. La crisis del COVID-19 ha impulsado esta tendencia, ya que fue necesaria una inyección de fondos al sistema para iniciar la recuperación económica. Los bonos sostenibles se han erigido como la herramienta perfecta y se emitieron, y continúan emitiéndose, diversos títulos de deuda cuyos fondos se destinan a la recuperación económica tras la pandemia.

En el presente trabajo examinaremos el papel de la financiación sostenible en la recuperación económica tras la pandemia, estudiando diversas emisiones y programas, así como como el impulso que la propia pandemia ha generado en el mercado de la financiación sostenible.

Podemos dividir el trabajo en dos líneas principales. La primera, estudiar el crecimiento que ha experimentado el mercado de la financiación sostenible debido a la pandemia de COVID-19. Como mencionábamos anteriormente, la financiación sostenible puede, en principio, perfilarse como la herramienta perfecta de lucha contra los efectos económicos de este tipo de emergencia y, efectivamente, ha sido ampliamente utilizada. Es por ello que estudiaremos el impacto real y el crecimiento que ha experimentado este mercado durante la época de pandemia, mediante el análisis de cifras macroeconómicas.

La segunda línea de acción, profundiza en el análisis abordado por la primera, ya que estudiaremos cuatro emisiones de bonos concretas, cuyos fondos fueron destinados a financiar a empresas que experimentaban dificultades a causa de la pandemia, así como la Línea de Avales COVID-19 ofrecida por el Instituto de Crédito Oficial Español, el ICO. Así, descenderemos al detalle de cuáles han sido algunas de estas emisiones concretas que han impulsado enormemente el mercado de la financiación sostenible, centrándonos en aquellas de gran volumen. Estudiaremos tres bonos sociales, emitidos por el ICO, BBVA y como parte del programa SURE de la Unión Europea, y un bono verde, emitido como parte del programa NextGenerationEU, también de la Unión Europea. Estudiaremos también, por último, la Línea de Avales COVID-19 que el ICO puso a disposición de empresas afectadas por la pandemia en España, la cual facilitó el acceso a financiación a muchas empresas nacionales. Revisaremos las características y condiciones económicas de estos instrumentos, y prestaremos especial atención al impacto que realmente produjeron en la sociedad, para, de esta manera, poder analizar el papel de la financiación sostenible en la recuperación económica tras la pandemia.

## 1.1 Objetivos

Para determinar los objetivos del trabajo seguiremos las dos líneas de trabajo mencionadas anteriormente.

En primer lugar, fijamos como objetivo analizar en qué medida la pandemia de COVID-19 ha impactado en el mercado de la financiación sostenible. Dado que dicho mercado ya se encontraba en auge previamente a la pandemia, trataremos de determinar si ésta ha acrecentado su ritmo de crecimiento. Para esto, analizaremos las cifras macroeconómicas del mercado, antes y después de la pandemia, así como las cifras de crecimiento que venía experimentando el mercado anteriormente.

También nos fijamos como objetivo analizar si la financiación sostenible ha jugado un papel relevante en el restablecimiento de la situación económica tras la pandemia de COVID-19. Es por esto que analizaremos concretamente varios programas, bonos e instrumentos de financiación sostenible cuyos fondos se han destinado a la recuperación tras la pandemia.

## 1.2 Orden documental

A continuación, incluimos un breve resumen de cada apartado del trabajo, para facilitar la comprensión del mismo.

- En el primer apartado (Introducción), se introducirá el trabajo y se expondrán los objetivos del mismo.
- En el segundo apartado (Timeline de la financiación sostenible), se expondrán los principales hitos del mercado de la financiación sostenible.
- En el tercer apartado (Marco regulatorio de la financiación sostenible), se detallará la principal regulación existente en el mercado de la financiación sostenible, para, previo al análisis de instrumentos de financiación sostenible, conocer el marco regulatorio de los mismos.
- En el cuarto apartado (Greenwashing), se explicará en qué consiste el greenwashing o ecoblanqueo, ya que conviene conocerlo para poder analizar con mayor precisión instrumentos de financiación sostenible, y, adicionalmente, constituye un tema de actualidad.
- En el quinto apartado (Impacto de la pandemia de COVID-19 en el mercado de financiación sostenible) estudiaremos la evolución del mercado durante la pandemia de COVID-19. Se examinarán las cifras anteriores y posteriores a la pandemia para poder determinar si ha impulsado dicho mercado.
- En el sexto apartado (Papel de la financiación sostenible en la lucha contra los efectos económicos de la pandemia del COVID-19; herramientas y bonos emitidos) se analizarán cuatro bonos (emitidos por el ICO, banco BBVA, Programa SURE de la UE, Programa NextGenerationEU, de la UE también) cuyos fondos fueron utilizados para mitigar las consecuencias económicas de la pandemia, así como la Línea de avales COVID-19 que puso en marcha el ICO.
- En el séptimo apartado (Conclusiones), se expondrán las conclusiones del trabajo y se detallarán posibles líneas de trabajo futuras.

## 2 Timeline de la financiación sostenible

---

La primera emisión de un instrumento de financiación sostenible tuvo lugar en julio de 2007, de la mano del Banco Europeo de Inversiones (BEI), que emitió el primer bono verde. No mucho después, en 2008, el Banco Mundial emitió también su primer bono verde para inversores institucionales, ante la demanda de un grupo de inversores suecos que buscaba herramientas de inversión que redundaran en el bien del clima. La motivación principal de dicho grupo de inversores probablemente fuera el cuarto informe emitido por el Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (IPCC, según su acrónimo en inglés), organización intergubernamental de las Naciones Unidas, que en 2007 publicó su cuarto informe, en el cual se vinculaba incuestionablemente la actividad humana con el cambio climático.

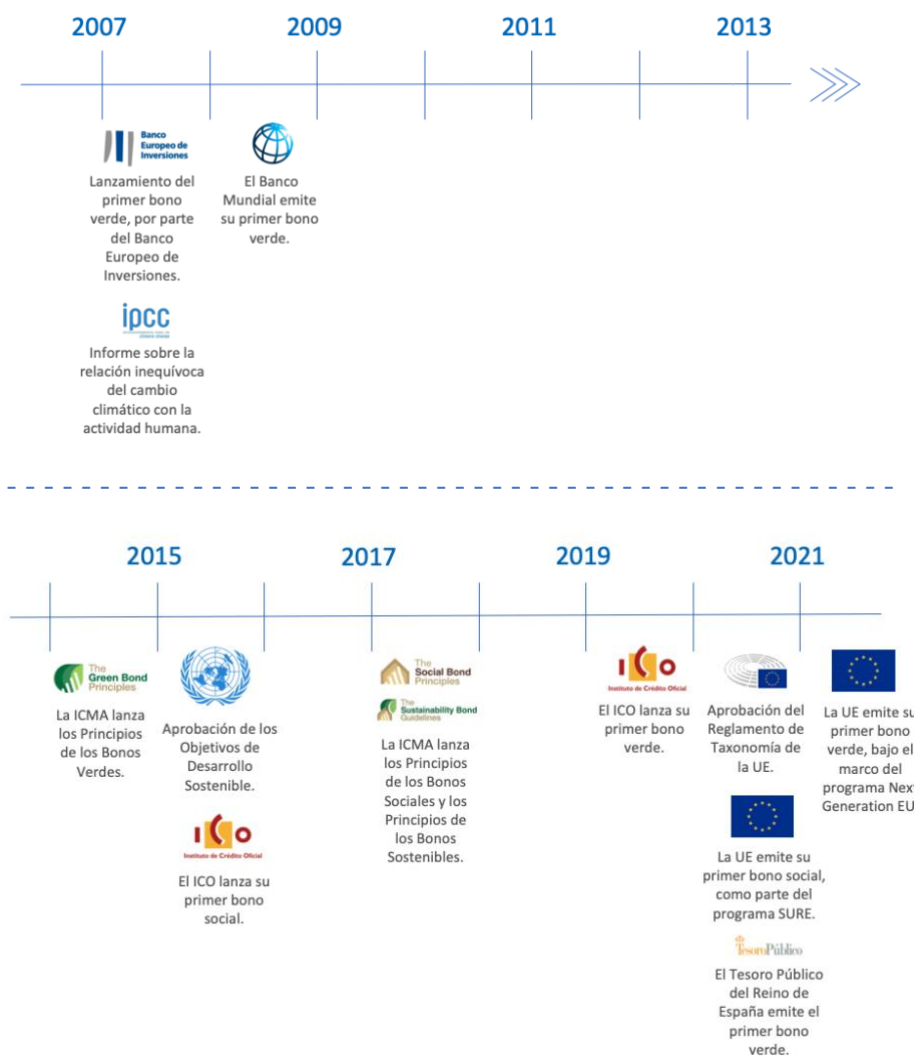
Ante el auge del mercado de la financiación sostenible, la ICMA (Asociación Internacional de Mercados de Capitales, según sus siglas en inglés) desarrolló en 2014 los Principios de los Bonos Verdes, (GPB, según sus siglas en inglés). Estos consisten en una guía voluntaria de las medidas a las cuales deberían acogerse los emisores de bonos verdes, considerada como el principal estándar de la industria. Más tarde, en 2017, la ICMA creó también los Principios de los Bonos Sociales (SBP, según sus siglas en inglés) y la Guía de los Bonos Sostenibles (SBG, según sus siglas en inglés).

En 2020 el Parlamento Europeo aprobó el Reglamento de Taxonomía. Dicho documento detalla qué instrumentos pueden ser clasificados como medioambientalmente sostenibles, y constituye uno de los primeros intentos de regular el mercado de la financiación sostenible.

España no se ha quedado atrás ante esta tendencia, ya consolidada, del mercado. En 2015, el ICO (Instituto de Crédito Oficial) lanzó su primer bono social, al cual han seguido otros siete. En 2019, lanzó su primer bono verde. A su vez, el Tesoro Público español realizó en septiembre de 2021 la que fue su primera emisión de un bono de carácter verde, que tuvo una acogida excelente en el mercado. La emisión se realizó por 5.000 millones de euros, a 20 años, pero alcanzó una demanda superior a 60.000 millones de euros.

En cuanto a los bonos sostenibles emitidos por la Unión Europea, en 2020 la Comisión Europea lanzó su primera emisión de un bono social. La emisión, adscrita al marco de instrumentos SURE de la UE, destinados a la protección del empleo durante la pandemia del COVID-19, recaudó 10.000 millones de euros a 10 años y 7.000 millones de euros a 20 años. La primera emisión de un bono verde por parte de la Unión Europea data del 2021, y se realizó bajo el marco del programa NextGenerationEU, recaudando 12.000 millones de euros, a un plazo de 15 años. Constituye la mayor emisión de bonos verdes hasta la fecha, con una demanda que superó los 135.000 millones de euros.

A continuación, se incluye la Figura 1, que ilustra los mayores hitos del mercado de la financiación sostenible, alguno de los cuales han sido detallados anteriormente.



**Figura 1. Timeline de la financiación sostenible.**  
Fuente: Elaboración propia.

### 3 Marco regulatorio de la financiación sostenible

---

Como hemos visto, el mercado de la financiación sostenible está creciendo a pasos agigantados y tomando gran relevancia en el panorama financiero actual. De cualquier manera, dicho mercado necesita una regulación para poder asentarse totalmente y ofrecer garantías a los inversores. En los últimos años han emergido muchas regulaciones, tanto de organismos públicos como privados. A continuación, detallaremos los principales estándares del sector, tanto mundiales como europeos.

Uno de los estándares que goza de mayor relevancia en el mercado internacional es el de la Asociación Internacional de Mercados de capitales, ICMA, según sus siglas inglesas. Dicho organismo ha emitido cuatro guías diferentes, de adhesión voluntaria: los Principios de los Bonos Verdes (GBP, según sus siglas inglesas), los Principios de los Bonos Sociales (SBP, según sus siglas en inglés), la Guía de los Bonos Sostenibles (SBG, según sus siglas inglesas) y los Principios de los Bonos Vinculados a la Sostenibilidad (SLBP, según sus siglas en inglés). Los primeros tres documentos detallan una serie de recomendaciones para la emisión de bonos verdes, sociales y sostenibles, respectivamente. También exponen las mejores prácticas a la hora de divulgar las características de los mismos, así como un marco de las inversiones que pueden ser calificadas de verdes, sociales o sostenibles. Constituyen guías que, pese a ser de adhesión voluntaria, se han convertido en el principal estándar del mercado, al cual recurren muchos emisores para asegurar la alineación de sus productos y dotarlos de legitimidad.

El cuarto, y último, de los documentos mencionados, los Principios de los Bonos Vinculados a la Sostenibilidad, habla sobre un instrumento de carácter ligeramente distinto. Los Bonos Vinculados a la Sostenibilidad (SLB, Sustainability Linked Bonds, según sus siglas en inglés) son aquellos que ofrecen un rendimiento al comprador en función de la consecución, por parte del emisor del bono, de ciertos objetivos sociales y medioambientales. Este tipo de bonos no será tratado ampliamente en el presente trabajo, pero también es de gran relevancia, ya que impulsa la transición de las empresas hacia un modelo más responsable y sostenible. Se alejan de la perspectiva de “uso de fondos”, que caracteriza a los bonos verdes, sociales y sostenibles, y se centra más en las acciones a largo plazo de la empresa, con lo que, en cierto modo, implican un compromiso mayor.

Si centramos la vista en la regulación de las finanzas sostenibles en Europa, encontraremos dos grandes hitos: el Reglamento de Taxonomía (Reglamento UE 2020/852) y la propuesta de un estándar europeo de bonos verdes. El primero de ellos, aprobado en junio de 2020 por el Parlamento Europeo, constituye un pilar fundamental en el Plan de Finanzas Sostenibles de la Unión Europea, ya que define los criterios para clasificar un instrumento como

medioambientalmente sostenible. De esta manera se pretende evitar el “greenwashing”, consistente en calificar como sostenibles actividades que realmente no lo son.

Como hemos mencionado anteriormente, la taxonomía, que entró en vigor el pasado 1 de enero del 2022, establece el marco de aquellas actividades que pueden considerarse medioambientalmente sostenibles. Así, define que una actividad puede considerarse como tal si contribuye a alguno de los siguientes objetivos: mitigación del calentamiento global, adaptación al mismo, uso responsable y conservación de los recursos hídricos y marinos, transformación hacia una economía circular, prevención y control de la contaminación y conservación y restablecimiento de la biodiversidad y los ecosistemas. Además de contribuir hacia alguno de estos objetivos, la actividad que respalde el instrumento no debe ir en detrimento de ninguno del resto de objetivos. Adicionalmente, el Reglamento detalla qué información concreta debe divulgarse sobre los productos.

Cabe destacar que en julio de 2022 el Parlamento Europeo aceptó la inclusión del gas y la energía nuclear en la taxonomía europea, con ciertas condiciones. Tras la presentación, por parte de la Comisión Europea, en febrero de 2022, del acto delegado sobre la taxonomía, que contemplaba la inclusión de dichos tipos de energía, y ante la falta de objeción del Parlamento y del Consejo, el gas y la energía nuclear pasarán a ser considerados como medioambientalmente sostenibles, aunque con ciertos requisitos. Se prevé que el acto delegado entre en vigor el 1 de enero de 2023.

Estas fuentes de energía serán consideradas actividades de transición, es decir, aquellas que aún no pueden ser reemplazadas por otras tecnologías más sostenibles y de menores emisiones, y que, por tanto, forman parte de la transición, como ha indicado la Comisión. Consecuentemente, la inclusión de dichas actividades es de tiempo limitado y habrá de ajustarse a ciertos requisitos.

La inclusión del gas y la energía nuclear en la taxonomía europea ha creado mucha polémica y ha dividido las opiniones de los países miembros. Mientras Francia y Alemania se mostraban a favor, España se oponía tajantemente. Las recientes presiones derivadas de la invasión rusa de Ucrania, incluyendo los cortes del suministro de gas ruso, parecen haber inclinado la balanza a favor de la inclusión de dichos tipos de energía en la taxonomía, que ofrecerá una mayor financiación a las alternativas al gas ruso.

Una vez el gas y la energía nuclear formen parte de la taxonomía, las empresas que desarrollan este tipo de actividades pasarán a tener acceso a fondos europeos destinados a actividades medioambientalmente sostenibles, a los cuales, hasta ahora, solo tenían acceso otros sectores energéticos, como el solar o eólico. A su vez, la inclusión de dichas actividades como verdes



posibilitará el acceso de las mismas a nuevas fuentes de financiación, por ejemplo, mediante la emisión de bonos verdes. La comunidad climática ha manifestado su desacuerdo. Greenpeace ha anunciado su intención de llevar a los tribunales a la Comisión Europea, alegando que la reciente inclusión no cumple con el Acuerdo de París y acusándola de greenwashing.

En cuanto a la propuesta de un estándar europeo de bonos verdes, publicada en julio del 2022 y actualmente de carácter voluntario, persigue dotar a los inversores de una etiqueta que les permita confiar en la veracidad del instrumento que estén adquiriendo. Esta etiqueta será la denominada “EuGB”, bono verde europeo, y solo podrá aplicarse a aquellos productos que estén alineados con los objetivos medioambientalmente sostenibles de la taxonomía.

La propuesta establece un marco temporal durante el cual deben cumplirse los objetivos de la taxonomía, cinco años, además de establecer ciertas responsabilidades por parte del emisor. Estas incluyen la elaboración de una ficha técnica, con información acerca de cómo se pretenden asignar los ingresos obtenidos en la emisión del instrumento, un informe anual de la asignación real de los mismos y un informe del impacto de la asignación, con métricas del impacto medioambiental del bono. Adicionalmente, se introduce el requerimiento de revisión externa del cumplimiento de los criterios, por parte de un revisor que cumpla con diversos requisitos, entre ellos la inscripción en el registro que la ESMA (Autoridad Europea de Valores y Mercados) creará a tal efecto. Se dotará a la ESMA de nuevas potestades de supervisión, y entre ellas se encontrará la capacidad de imponer sanciones coercitivas a aquellas acciones ilícitas identificadas.

Cabe mencionar que la mayoría de las iniciativas citadas atiende a la regulación de los bonos verdes, pero no se pronuncia en cuanto a los bonos sociales o sostenibles (a excepción de los estándares de la ICMA). La regulación europea en este sentido está aún en una fase muy incipiente. El Grupo Técnico de Expertos en Finanzas Sostenibles de la Unión Europea, presentó, en julio de 2021, un borrador sobre taxonomía social. Tras la fase de consulta, la plataforma presentó a la Comisión su informe final en febrero del 2022, con lo que es de suponer que la Unión Europea presente un proyecto de taxonomía social a lo largo del año en curso.

La Unión Europea también dispone del Reglamento de divulgación en materia de finanzas sostenibles (SFDR, según sus siglas en inglés). Este estándar, que entró en vigor el pasado 10 de marzo de 2021, pretende regular la información que los agentes del mercado financiero, como inversores institucionales o gestores de fondos, que emitan productos calificados como ESG (ambientales, sociales y de gobierno corporativo, según sus siglas en inglés), deben ofrecer a los inversores, de tal manera que estos estén mejor informados sobre las prácticas en materia social y medioambiental de los productos que están

adquiriendo. El motivo principal de dicho Reglamento es evitar el “greenwashing” o ecoblanqueo, práctica a la cual dedicaremos la siguiente sección de este trabajo. También pretende armonizar la información que se ofrece por parte de los actores del mercado en cuanto a sostenibilidad, para así, posibilitar una comparación mejor por parte de los inversores.

Este Reglamento forma parte del plan de acción europeo para la financiación sostenible, que fue adoptado por la Comisión Europea en mayo de 2018, y también incluye la taxonomía de la UE, detallada anteriormente.

A su vez, el pasado 21 de junio de 2022, el Parlamento Europeo y el Consejo Europeo llegaron a un acuerdo acerca del Reglamento sobre la información que las empresas deben de ofrecer en relación a sus prácticas de sostenibilidad, llamado CSRD, según sus siglas en inglés. Este reglamento mejorará las normas europeas actuales relativas a la divulgación de información no financiera.

Resulta claro que Europa está siendo pionera respecto del resto de potencias mundiales en cuanto a regulación de las finanzas sostenibles. En Estados Unidos, la administración Biden ha demostrado un claro cambio de rumbo con respecto a las políticas del anterior gobierno en temas de sostenibilidad. La administración de Donald Trump habilitó ciertas normas que dificultaban la inversión ESG. Entre ellas se encontraba una norma del Departamento de Trabajo (DOL, según sus siglas en inglés), que entorpecía la inversión de fondos privados de inversión en estrategias sostenibles. En marzo de 2021, la nueva administración Biden anunció que dichas normas no se aplicarían, y se realizaría una consulta con las partes interesadas.

A su vez, el pasado 21 de marzo de 2022, la SEC (Comisión de Bolsas y Valores de Estados Unidos), propuso una nueva norma que obliga a las compañías públicas registradas en el SEC, que incluyen cualquier compañía cuyas acciones coticen en la bolsa estadounidense, a publicar en sus informes anuales información sobre su impacto en el cambio climático. Esta propuesta ha traído mucha disparidad de opiniones consigo. La fase de consulta de la SEC sobre esta nueva propuesta terminó a principios del verano de 2022, y puso de manifiesto que existe una gran divergencia de opiniones. Mientras ciertos grupos de población están de acuerdo con la hipotética nueva norma, otros grupos tienen una opinión distinta acerca del rol que debe jugar la SEC en este tipo de temas.

En lo referente al mercado asiático, también se está experimentado cierto movimiento. El Código de Gobierno Corporativo de Hong Kong se revisó recientemente e introduce, a partir de enero de 2022, la obligación de inclusión de información ESG, aunque aún en una fase muy incipiente. También Taiwán y Singapur están valorando planes para la introducción de información social y medioambiental en los informes de empresas cotizadas.

Como característica de los mercados asiáticos, destaca el enfoque hacia la educación. La bolsa de Hong Kong lanzó recientemente una academia ESG para empresas y el mercado general. Singapur también dispone de plataformas y talleres educativos electrónicos en materia de sostenibilidad.

Por último, destacaremos el trabajo que han realizado China y la Unión Europea en la “taxonomía común”, lanzada a través de la Plataforma Internacional de Finanzas Sostenibles (IPSF, según sus siglas en inglés). Más que una taxonomía, se trata de identificar eficazmente las diferencias entre la taxonomía verde de China y aquella de la Unión Europea. Esto puede representar una herramienta muy útil para los inversores globales. Por supuesto, el ideal consistiría en una única taxonomía mundial que regulara aquello que se entiende como sostenible, y un único conjunto de normas acerca de la información concreta que los actores del mercado han de publicar. Aunque esto parece difícil, debemos recordar que las finanzas sostenibles constituyen un mercado relativamente nuevo, y aunque aún quede mucho por hacer, se están dando grandes pasos hacia un mayor nivel de estandarización.

Tratando la financiación verde, social y sostenible no podemos pasar por alto el “greenwashing”, o ecoblanqueo. El greenwashing consiste en calificar de verdes, sociales o sostenibles prácticas que realmente no lo son. Esto se puede aplicar tanto a la emisión de bonos, calificación de fondos de inversión o cualquier otro instrumento que pueda ser denominado ESG. El crecimiento vertiginoso de este tipo de instrumentos y la imagen positiva y comprometida que otorgan a las entidades que los incluyen entre sus activos, está catapultando el uso de la etiqueta ESG, no siempre con rigor, lo cual obliga a los reguladores a poner el foco en detectar prácticas de greenwashing, con el fin de evitar otro caso subprime.

Para comprender qué prácticas pueden ser tachadas de greenwashing es necesario mencionar dos escuelas de pensamiento diferentes: la europea y la estadounidense. La visión europea se centra en que, para calificar como verde, social o sostenible un producto de una entidad, la entidad en sí ha de serlo también. No basta con que los fondos de dicho instrumento se destinen a una actividad sostenible si la empresa contribuye a prácticas que no lo son en otros ámbitos o con otros productos. Por contra, la visión americana se centra tan solo en el uso de los fondos del producto que está siendo etiquetado como ESG.

La diferencia de las visiones a nivel global hace complicado poder limitar qué prácticas deberían ser calificadas de greenwashing. De cualquier manera, la visión europea propicia un mayor rigor a la hora de calificar instrumentos como realmente sostenibles. En declaraciones realizadas por los ministros de finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del G7, en junio de 2021, se expresó el apoyo de los mismos a la obligatoriedad de la publicación, por parte de las empresas, de los riesgos climáticos de su actividad. Dicha práctica permitiría a los inversores decidir entre diferentes bonos ESG con mayor conocimiento de causa, sin atender tan solo al uso que se vaya a dar a los recursos del bono en particular que se esté adquiriendo, sino también al impacto ambiental global de la empresa.

Recientemente, han sido abundantes los casos de grandes corporaciones que se han visto salpicadas por casos de greenwashing. El pasado mes de mayo, la SEC (Comisión de Bolsas y Valores de Estados Unidos) impuso una multa de 1,5 millones de dólares a Bank New York Mellon. Dicha sanción acusaba a BNY Mellon de realizar declaraciones erróneas y omitir los criterios ESG en fondos que había etiquetado como sostenibles, así como de no haber sometido las inversiones a las que se destinaban los fondos a revisiones de calidad ESG. BNY Mellon no admitió la realización de dichas prácticas de greenwashing, pero tampoco las negó, acatando la multa impuesta por el regulador de Wall

Street e indicando, mediante un comunicado, que continuaría mejorando la comunicación de las características de sus fondos con sus clientes.

A este caso se suma la reciente investigación por parte de la SEC, junio de 2020, de la posible calificación ESG fraudulenta de fondos de inversión de Goldman Sachs. En 2020, la entidad modificó el nombre de su fondo “Blue Chip Fund” a “US Equity ESG Fund”. La SEC investiga ahora qué hay detrás de este cambio de nombre. Dado que, a día de hoy, no existe un estándar para la definición de qué fondos pueden ser calificados de ESG, la investigación, por parte de la SEC, se centrará en comprobar la alineación de la información que se comunica a los clientes con los métodos reales de gestión de fondos ESG del banco. Sin embargo, no se comprobará si las inversiones son realmente verdes.

En Europa también se están realizando investigaciones sobre presuntos casos de greenwashing. Las autoridades alemanas están estudiando el supuesto fraude de greenwashing de la gestora de fondos de Deutsche Bank, DWS. Según acusaciones de una ex directiva de la gestora, la firma infló artificialmente productos relacionados con inversiones sostenibles en varios fondos de inversión. La firma se ha hundido un 25% desde que se hicieron públicas las investigaciones de la Fiscalía de Fráncfort, acompañado de un desplome de un 13% de la matriz, Deutsche Bank.

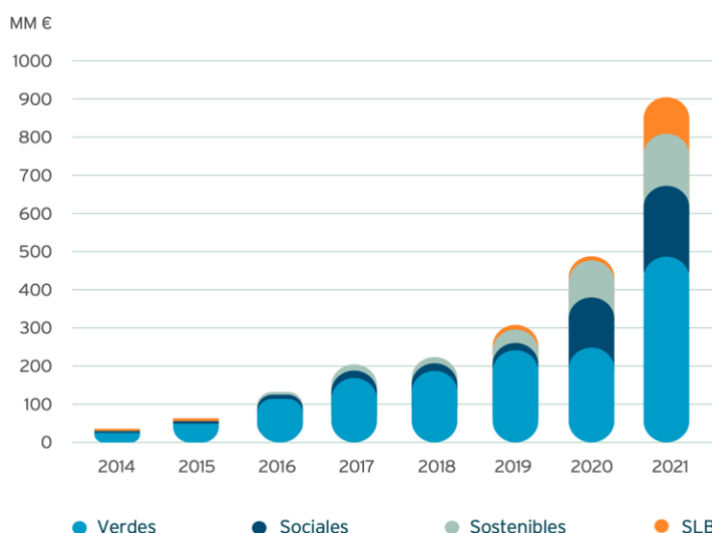
Este escrutinio por parte de las autoridades regulatorias no es sorprendente, dado el elevado volumen que está alcanzando el mercado de la financiación sostenible y su tendencia alcista. La situación en Estados Unidos es más complicada que la europea, ya que no se dispone aún de una regulación por parte de la SEC. De cualquier manera, atendiendo a los últimos movimientos, no parece que dicha situación de incertidumbre ante la falta de normativa vaya a prolongarse excesivamente en el tiempo.

## 5 Impacto de la pandemia de COVID-19 en el mercado de financiación sostenible

En este apartado estudiaremos la evolución del mercado de la financiación sostenible en tiempos de pandemia, que lejos de ralentizarse, ha alcanzado volúmenes récord. Los bonos sociales, verdes o sostenibles se han erigido como una herramienta muy adecuada de lucha contra la crisis económica originada por la pandemia, ya que permiten la movilización de fondos públicos y privados hacia fines sociales, que son precisamente aquellos que requieren una mayor atención en tiempos de crisis. Analizaremos el mercado global y nacional durante los años 2019, 2020 y 2021, ya que todavía no disponemos de cifras agregadas para el año 2022. De cualquier manera, el análisis de dichos ejercicios nos permitirá construir una imagen del mercado antes, durante y después del pico de la pandemia de COVID-19. A su vez, analizaremos el ritmo de crecimiento del mercado antes de la pandemia, para poder determinar con certeza si ésta ha impulsado el mercado de la financiación sostenible.

### 5.1 Mercado global de bonos ESG

A continuación, se incluye la Figura 2, extraída del informe OFISO (Observatorio Español de la Financiación Sostenible) de 2021, fuente Environmental Finance, que detalla la evolución global del mercado mundial de la financiación sostenible.



**Figura 2. Evolución global del mercado mundial de la financiación sostenible (bonos verdes, sociales, sostenibles y ligados a la sostenibilidad), en miles de millones de euros.**

Fuente: Informe OFISO 2021 (<https://www.ofiso.es/files/informe-anual-OFISO-La-financiacion-Sostenible-en-Espana-en-2021.pdf>).

Empezaremos tratando los bonos sociales, ya que son aquellos que han experimentado un mayor auge en tiempos de pandemia, dada la adecuación de sus características al tipo de inversión que se requería durante la misma. Los recursos que se centraban en los, hasta entonces, muy predominantes bonos verdes, pasaron a destinarse en gran medida a bonos sociales. Durante el ejercicio de 2020, se emitieron 120.400 millones de euros en bonos sociales, cifra que multiplicaba por 6 el volumen de emisiones de 2019. En 2021, se emitieron más de 181.000 millones de euros en bonos sociales, lo cual, aunque representa un aumento con respecto al año anterior, indica también una caída muy importante del ritmo de crecimiento de este tipo de bonos. Sus emisiones se incrementaron en un 50%, porcentaje muy alejado de la sextuplicación que habían experimentado estas emisiones en el año 2020. Esto fue debido al declive de las iniciativas lanzadas en 2020 para la lucha contra los efectos económicos de la pandemia.

Conviene destacar que, en 2020, la ICMA incluyó entre las actividades que se engloban entre aquellas a las cuales pueden destinar sus fondos los bonos sociales, las actividades destinadas a la lucha contra los efectos adversos de la pandemia de COVID-19. Esto, sin duda, impulsó la emisión de este tipo de bonos para dichos fines, ante el reconocimiento de la organización que, hasta el momento, fija los estándares de la industria.

Si centramos la vista en la evolución de este tipo de bonos en los años anteriores a la pandemia, como 2019 o 2018, podemos observar, en la Figura 2, que el crecimiento es poco destacado de un año a otro. Nada tiene que ver con el crecimiento que se experimentó en el año 2020, con lo que podemos concluir que la pandemia de COVID-19 impulsó el mercado de los bonos sociales.

En lo concerniente a los bonos verdes, hallamos una situación diferente. Este tipo de bonos, que fue el primero en emitirse, ha sido líder histórico del mercado, posición que mantiene, y ha mantenido, en los tiempos de auge de la pandemia de COVID-19. Si bien es cierto que los bonos sociales robaron gran parte de su protagonismo y volumen de emisiones en 2020, estos siempre se han mantenido por encima en volumen total. En 2019, alcanzaron un volumen de 247.000 millones de euros en emisiones, lo cual representaba un aumento significativo respecto al año anterior. Sin embargo, en 2020, el volumen de sus emisiones fue de 248.800 millones de euros, indicando un claro estancamiento, dado el volumen de crecimiento que venía experimentando el mercado de este tipo de bonos, que, aunque sufrió un descenso en 2018, había sido significativo y prolongado en el tiempo. Este fenómeno fue una clara consecuencia del auge de los bonos sociales, que causó la pandemia. Los recursos que antes se habían destinado a bonos verdes pasaron a destinarse, en gran medida, a bonos sociales. De cualquier manera, en 2021 los bonos verdes recuperaron su ritmo de crecimiento, alcanzando un

volumen de 471.000 millones de euros, lo cual representa prácticamente una duplicación del volumen de 2020.

Por último, los bonos sostenibles también experimentaron un aumento en su ritmo de crecimiento a causa de la pandemia de COVID-19, como podemos observar en la Figura 2. Este aumento se mantuvo en el año 2021, en el cual los bonos sostenibles alcanzaron un volumen total de emisiones de 168.000 millones de euros.

En la Figura 2, se observa, también, que los grandes protagonistas del año 2021 fueron los bonos ligados a la sostenibilidad, que alcanzaron prácticamente un 10% del montante total de bonos ESG emitidos globalmente, incremento muy significativo respecto a los años anteriores, y especialmente si se tiene en cuenta que en el año 2018 eran prácticamente inexistentes. Estos bonos, que se alejan del enfoque 'uso de fondos' (al cual atienden los bonos verdes, sociales o sostenibles), vinculan su rendimiento al cumplimiento de determinados indicadores o KPIs relacionados con la sostenibilidad de la entidad emisora. Dicha práctica garantiza un compromiso real de la entidad con la sostenibilidad, no solo la obligación de invertir una cantidad equivalente a la emitida en un bono con fines sociales o medioambientales.

Si centramos la vista en el volumen agregado de emisiones de bonos verdes, sociales, sostenibles y ligados a la sostenibilidad en los años 2014 a 2018, podemos observar que durante estos años el mercado experimentó un crecimiento significativo, pero sin duda menor al que se produjo, globalmente, en los años 2020 y 2021. Sí podemos observar un incremento sensible, prácticamente duplicando el volumen de emisiones, del año 2015 al 2016. La causa de este aumento del ritmo de crecimiento posiblemente fuera el Acuerdo de París de 2015, que puso la crisis medioambiental en el foco de la actualidad y subrayó la gravedad del problema. En el año 2017 también se experimentó un crecimiento acusado, que se ralentizó mucho en el año 2018, para volver a tomar impulso en el 2019. De cualquier manera, el crecimiento experimentado de 2019 a 2020, y, en especial, de 2020 a 2021, fue mucho mayor que el experimentado en ningún año anterior, lo cual pone de relieve que la pandemia de COVID-19 acrecentó el ritmo de crecimiento del mercado de financiación sostenible en su conjunto, a pesar de la ralentización que sufrieron los bonos verdes en 2020. Dicha conclusión resulta lógica, ya que la pandemia puso de manifiesto la necesidad de invertir en proyectos que redunden en bien de la sociedad, así como la inversión en infraestructura sanitaria, y alertó de las repercusiones de la falta de responsabilidad en el trato dispensado al medio ambiente.



## 5.2 Mercado nacional de bonos ESG

En cuanto al panorama nacional, incluimos, a continuación, la Tabla 1, que detalla el volumen de emisiones de bonos verdes, sociales y sostenibles en España en 2019, 2020 y 2021, para poder analizar así los volúmenes nacionales antes, durante y después del pico de la pandemia de COVID-19.

	Volumen <b>nacional</b> (millones de euros)		
	2019	2020	2021
Bonos verdes	6.341	9.123	18.249
Bonos sociales	1.463	2.817	2.500
Bonos sostenibles	1.951	3.084	6.530
<b>TOTAL</b>	<b>9.755</b>	<b>15.024</b>	<b>27.279</b>

**Tabla 1. Evolución del mercado nacional de financiación sostenible (bonos verdes, sociales y sostenibles), en millones de euros.**

Fuente. Elaboración propia a partir de Informe OFISO 2021 (<https://www.ofiso.es/files/informe-anual-OFISO-La-financiacion-Sostenible-en-Espana-en-2021.pdf>).

En la Tabla 1 podemos comprobar que los bonos verdes, de igual manera que ocurre globalmente, han constituido, a lo largo de los tres años detallados, la categoría más relevante dentro de los bonos ESG. En el año 2020, dicho tipo de bonos experimentó un aumento en el volumen de emisiones, aunque este no fue especialmente acusado, ya que muchos fondos se destinaron a financiar la recuperación tras los primeros meses de pandemia, mediante bonos sociales. De cualquier manera, no se produjo el estancamiento en su volumen de emisiones que se produjo a nivel global. Sí se produjo el mismo fenómeno acaecido a nivel global en 2021, duplicándose el volumen de emisiones de bonos verdes, que volvieron a ganar terreno a las emisiones sociales.

En cuanto a los bonos sociales, se produjo una duplicación de su volumen de emisiones en 2020, lo cual representa un aumento significativo, aunque lejos del que se produjo a nivel global. A su vez, en 2021 las emisiones de dicho tipo de bonos, más allá de ralentizar su crecimiento, se redujeron significativamente. Estos dos hechos ponen de manifiesto cómo el mercado de bonos sociales experimentó un crecimiento menor, proporcionalmente, en España, que en el resto del mundo, durante la pandemia de COVID-19.

En cuanto a los bonos sostenible, cabe destacar su vertiginoso incremento en 2021, más que duplicando el volumen de emisiones de 2020. Este crecimiento

fue mayor que el experimentado a nivel global. El mercado también tuvo un incremento significativo en 2020, aunque fue mayor el de 2021.

Es reseñable, igualmente, cómo el volumen de la financiación sostenible en España ha incrementado rápidamente, prácticamente duplicándose de un año a otro. Si tenemos en cuenta que el mercado de la financiación sostenible creció en España un 34% en 2019, y comparándolo con el crecimiento del 54% en 2020 y del 82% en 2021, podemos concluir que la pandemia, lejos de reducir el crecimiento del mercado, lo ha impulsado muy significativamente, ya que ha puesto el foco, si no lo estaba ya anteriormente, tanto en las consecuencias catastróficas de un crecimiento económico no sostenible ni respetuoso con el medio ambiente, como en la importancia de no descuidar los servicios básicos, tales como la sanidad.

A continuación, se incluye la Figura 3, que detalla el porcentaje de emisión de bonos verdes, sociales, sostenibles y ligados a la sostenibilidad, en España, sobre el total de dichas emisiones, mediante el cual podemos comprobar todas las tendencias identificadas anteriormente.



**Figura 3. Evolución del porcentaje de bonos verdes, sociales, sostenibles y ligados a la sostenibilidad, como parte del total de los mismos, en España, en miles de millones de euros.**

Fuente: Informe OFISO 2021 (<https://www.ofiso.es/files/informe-anual-OFISO-La-financiacion-Sostenible-en-Espana-en-2021.pdf>).

### 5.3 Otros instrumentos de financiación sostenible

Hasta ahora, hemos analizado el impacto que tuvo la pandemia de COVID-19 en el mercado de la financiación sostenible, estudiando, tan solo, la evolución de los bonos verdes, sociales y sostenibles, pero el mercado financiero sostenible engloba otras herramientas, como son los préstamos o créditos, fondos de inversión o seguros.

Si nos centramos en los fondos de inversión adscritos a criterios de sostenibilidad, podremos observar que estos han experimentado un rápido crecimiento durante la pandemia de COVID-19, y han resistido mejor a la crisis que otros productos no sostenibles.

El número de fondos de inversión con criterios ESG aumentó en gran medida en 2020. Ejemplo de ello fue, en el panorama nacional, el lanzamiento en 2020 del segundo fondo sostenible de renta fija de Santander Asset Management, Santander Sostenible RF 1-3. La gestora del banco lanzó a finales de julio de 2020 este producto, que surgió como la fusión de ocho productos anteriores, sumando más de 1.350 millones de euros en patrimonio. Dicho fondo, como su nombre indica, atiende a criterios de inversión medioambiental y socialmente responsables. El 100% de la exposición está compuesta de renta fija, incluyendo entre la misma bonos verdes, sociales y sostenibles. El rating mínimo que se impuso para las inversiones fue de BBB-/Baa3, aunque se podrá invertir hasta un 15% en productos de baja calidad, rating menor a BBB-/Baa3 o incluso sin rating. Según indica el nombre del fondo, la duración media de la cartera se encontrará entre uno y tres años.

A esta tendencia de la Banca de lanzar fondos con criterios sostenibles se unió también, en junio de 2020, Unicaja, lanzando su primer fondo sostenible, Unifond Sostenible Mixto Renta Variable, de la mano de su gestora, Unigest. Dicho fondo ha surgido como la evolución de un fondo anterior, manteniendo la modalidad de renta variable mixto.

Si ponemos el foco en el rendimiento de las inversiones ligadas a la sostenibilidad a nivel global, según detalla el informe de la UNEP, Implicaciones de la pandemia de COVID-19 para las finanzas sostenibles globales, de abril de 2020, estas han alcanzado una rentabilidad mayor a sus homólogas no sostenibles durante el periodo de crisis. Dicha crisis, sin duda, ha sido la primera gran recesión que han experimentado los productos financieros sostenibles. Estos productos empezaron a tomar fuerza tras la crisis de 2008, y han vivido su primera crisis en el 2020. Sin embargo, demostraron mayor resiliencia que los productos no sostenibles, dada su alineación con los criterios sociales y medioambientales, cuya importancia se ha puesto de manifiesto durante la pandemia.

El Instituto Morgan Stanley para la Inversión Sostenible, concluyó que los fondos sostenibles de renta variable superaron en rentabilidad a sus homólogos no sostenibles, en 4,3 puntos porcentuales, durante el ejercicio de 2020, según demuestra un análisis de 3.000 fondos cotizados y fondos de inversión estadounidenses. En el año 2019, también se dio este sobrepaso, pero se fijó en una media de 2,8 puntos porcentuales. Sin embargo, en cualquier año desde 2004 a 2018, los rendimientos de los fondos sostenibles estuvieron alineados con los de sus homólogos tradicionales. Esto demuestra, una vez más, que la inversión y financiación sostenible se vio reforzada por la crisis derivada de la pandemia de COVID-19, mejorando el margen que ya la diferenciaba de las inversiones tradicionales.

A su vez, según el análisis por parte de S&P Inteligencia de Mercado Global de 26 fondos de inversión y fondos cotizados ESG, que suman más de 250 millones de dólares en activos, se descubrió, que estos fondos, desde el 5 de marzo de 2020 hasta el 5 de marzo de 2021, obtuvieron resultados más favorables que el S&P 500. S&P 500 es un índice bursátil de gran reconocimiento en Estados Unidos, considerado como el más representativo del mercado, que incluye la capitalización bursátil de quinientas grandes empresas. Los 26 fondos ESG analizados experimentaron subidas de entre un 27,3% y un 55% en el periodo mencionado, mientras que S&P experimentó un aumento del 27,1%. Aunque la diferencia no es muy acusada, pone de manifiesto el sorpaso, en cuanto a rentabilidad, de los fondos con criterios ESG con respecto a sus homólogos tradicionales.

## 6 Papel de la financiación sostenible en la lucha contra los efectos económicos de la pandemia del COVID-19; herramientas y bonos emitidos

---

La pandemia de COVID-19 ha impactado duramente en la economía de muchos países, dejándolos en situación de crisis. Debido a ello, han sido y son necesarias inyecciones de fondos al sistema para financiar una recuperación eficiente. Los bonos verdes, sociales y sostenibles son el instrumento perfecto para ello, ya que proporcionan los medios necesarios, mediante la financiación de actividades sostenibles. Estos han sido emitidos ampliamente como medida de ayuda ante la situación de crisis.

A continuación, estudiaremos algunos bonos emitidos para atenuar las secuelas económicas de la pandemia de COVID-19 e impulsar la recuperación tras la misma. En primer lugar, analizaremos el bono social emitido por el ICO, Instituto de Crédito Oficial Español, en mayo de 2020, que destinó sus fondos a paliar los efectos económicos adversos de la pandemia de COVID-19, financiando, principalmente, a autónomos y pymes. Trataremos también la emisión de este tipo de instrumentos por parte de entidades privadas, analizando el bono social emitido por el banco BBVA a finales de mayo de 2020, cuyos fondos fueron destinados también a proyectos elegibles que redujesen el impacto económico de la pandemia. A continuación, analizaremos la emisión del primer bono social por parte de la Unión Europea, como parte de programa SURE, en octubre de 2020. Y, por último, estudiaremos el bono verde emitido por la UE en octubre del 2021, así como el programa en el cual se enmarca, NextGenerationEU.

Por último, estudiaremos la Línea de Avales COVID-19 del ICO. Si bien esta herramienta no representa una fuente de financiación para empresas como tal, hizo posible el acceso a la misma de muchas empresas durante la pandemia. Estudiaremos las condiciones de esta línea de avales y las repercusiones de la misma en las empresas españolas.

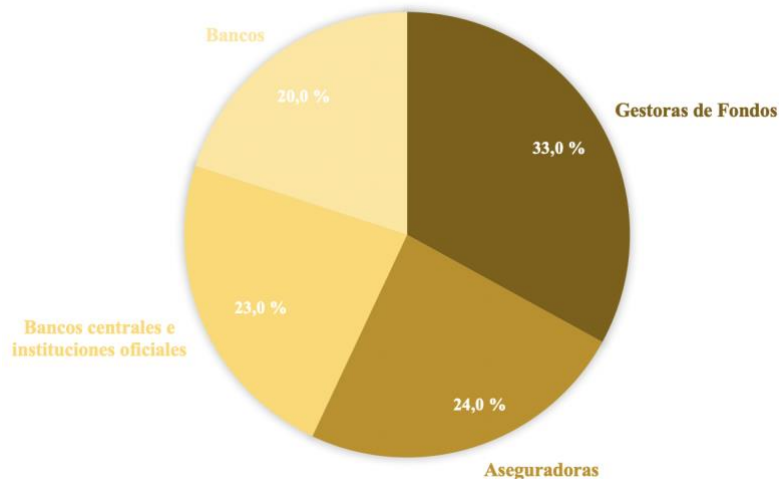
## 6.1 Bono social ICO

El ICO, Instituto de Crédito Oficial Español, lanzó el 6 de mayo de 2020 un bono social para ayudar a disminuir los efectos de la pandemia de COVID-19 en la economía española. Con dicha emisión, el ICO se convirtió en el primer organismo español en emitir un instrumento de deuda público para la lucha contra la pandemia.

El bono, de 500 millones de euros y duración de cuatro años, registró una demanda que superó en más de siete veces su importe, alcanzando un total de 3.500 millones de euros. Dicha demanda es la más alta jamás registrada por una emisión del ICO, que dispone de un rating A de S&P, Baa1 de Moody's, A- de Fitch y A de DBRS. El bono se emitió bajo el Marco de Bonos sociales del ICO, que cuenta con la opinión favorable de Sustainalytics y está alineado con los Principios de los Bonos Sociales de ICMA. Dicho marco fue actualizado en 2020, integrando en el mismo la captación de fondos para luchar contra los efectos de la pandemia de COVID-19.

El ICO, con un total de doce emisiones de bonos sostenibles (ocho sociales y cuatro verdes), se posiciona a la cabeza de los emisores de carácter sostenible europeos, con un volumen emitido de 6.050 millones de euros.

La emisión del bono social destinado a luchar contra los efectos de la pandemia se colocó, en un 64%, entre inversores acreditados como socialmente responsables. En cuanto a la distribución geográfica de los mismos, destacan los inversores internacionales, que suscribieron un 67% de la emisión. Los países y zonas que más destacaron entre los mismos fueron: Francia, Alemania, Asia y Oriente Medio y los Países Nórdicos. Respecto a la tipología de los inversores, las gestoras de fondos fueron las más reseñables, adquiriendo casi un 35% de la emisión. A continuación, se incluye la Figura 4, que detalla la tipología de los inversores.

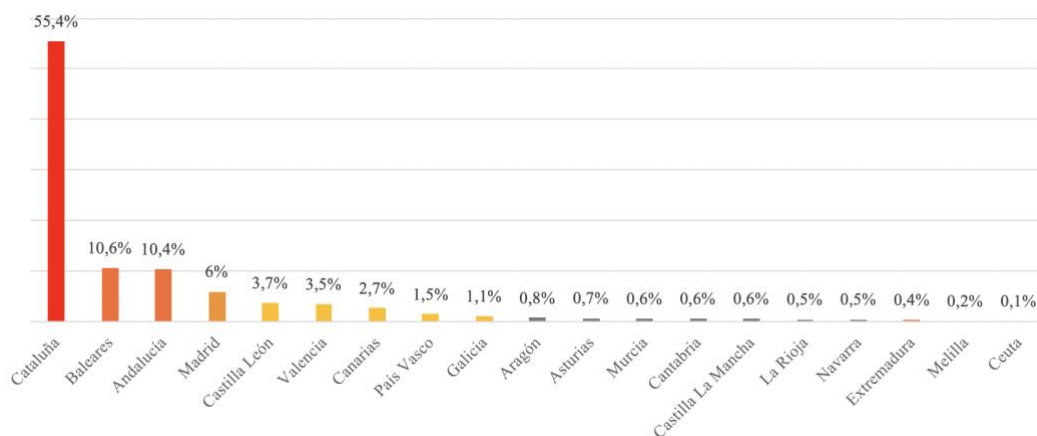


**Figura 4. Tipología de los inversores de la emisión de un bono social realizada en mayo de 2020 por el ICO.**

**Fuente:** Elaboración propia a partir de [https://www.ico.es/actualidad/notas\\_de\\_prensa/el-ico-lanza-una-emision-publica-de-bonos-sociales-por-importe-de-500-millones-de-euros-con-los-que-contribuira-a-mitigar-el-impacto-social-y-economic](https://www.ico.es/actualidad/notas_de_prensa/el-ico-lanza-una-emision-publica-de-bonos-sociales-por-importe-de-500-millones-de-euros-con-los-que-contribuira-a-mitigar-el-impacto-social-y-economic).

El objetivo de los fondos recaudados con la emisión era colaborar con la recuperación económica tras la pandemia y mitigar, en la medida de lo posible, sus consecuencias económicas en la población, ofreciendo ayuda principalmente a autónomos y pymes. Tal y como se recoge en el reporte emitido por el ICO, analizando el impacto del bono un año después de su emisión, se estima que un total de 14.879 empleos se crearon o mantuvieron gracias a los fondos invertidos. Se asignó financiación, mediante la concesión de préstamos, por un total de 350,26 millones de euros a autónomos y pymes. A su vez, se invirtió un total de 149,74 millones de euros en facilitar el acceso a servicios esenciales como la sanidad o educación. Esta ayuda se ofreció mediante la concesión de préstamos, de 5 años de media, a 1.098 proyectos diferentes.

En cuanto a la distribución geográfica de dichos préstamos, la gran mayoría se asignó a la Comunidad Autónoma de Cataluña, recibiendo un 55,4% de las ayudas. A continuación, se incluyen las Figuras 5 y 6, que ilustran la distribución geográfica de la financiación ofrecida.



Figuras 5 y 6. Distribución geográfica de la financiación ofrecida por el bono social emitido en mayo de 2020 por el ICO.

Fuente: Elaboración propia a partir de:

<https://www.ico.es/documents/20124/39505/Reporting+SB+COVID19+MAY+2021+def.pdf/3846ff60-c3d4-b772-5272-61e56b130433?t=1623401832616>.

En las Figura 5 y 6, podemos observar que la concesión de préstamos no fue equilibrada en cuanto a su distribución por Comunidades Autónomas. La comunidad que mayor financiación recibió, con una acusada diferencia, fue Cataluña. De lejos la siguieron, aunque con un volumen considerable, Baleares, Andalucía y Madrid.

Respecto a la distribución de la financiación por sectores de actividad, un 42,6% de las ayudas se destinaron al sector hotelero y de restauración, especialmente afectado por la crisis del COVID-19. El sector manufacturero también se llevó una porción significativa, un 19,3%. La mayoría de las ayudas, un 70,1%, fueron asignadas a autónomos y pymes, mientras que el porcentaje restante se destinó a empresas de mayor tamaño. En la Figura 7 se incluye un desglose, por sector de actividad, del total de la financiación ofrecida.



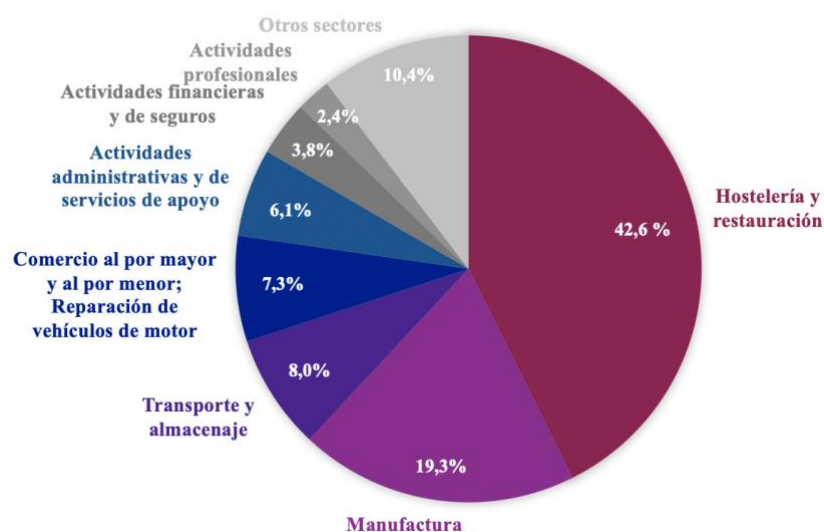


Figura 7. Fondos asignados por sector de actividad de la financiación ofrecida por el bono social emitido en mayo de 2020 por el ICO.

Fuente: Elaboración propia a partir de

<https://www.ico.es/documents/20124/39505/Reporting+SB+COVID19+MAY+2021+def.pdf/3846ff60-c3d4-b772-5272-61e56b130433?t=1623401832616> .

Por último, se incluye la Tabla 2, que detalla las principales características económicas de la emisión, dirigida por BNP, HSBC, Santander y Sociéte Générale.

#### *Apartado técnico*

Fecha de emisión	6 de mayo de 2020
Cantidad emitida	500 millones de euros
Duración	4 años
Cupón	0,25%

Tabla 2. Características técnicas del bono social emitido en mayo de 2020 por el ICO.

Fuente: Elaboración propia a partir de

<https://www.ico.es/documents/20124/39505/Reporting+SB+COVID19+MAY+2021+def.pdf/3846ff60-c3d4-b772-5272-61e56b130433?t=1623401832616> .

Para realizar un breve análisis económico del cupón que devengó este bono, cuyo emisor (el ICO), como hemos mencionado anteriormente, dispone de un rating A- de Fitch, Baa1 de Moody's, A de S&P y A de DBRS, lo compararemos con el bono alemán a 10 años. El rendimiento del bono alemán a 10 años el día 6 de mayo de 2020 se posicionó en un -0,50%. Resulta lógico, de tal manera, el cupón devengado por el bono social ICO, ya que este

organismo presenta un riesgo algo mayor al del cupón alemán, con lo que la rentabilidad ofrecida debe ser mayor. A su vez, cabe destacar que el Euribor de mayo de 2020 cerró en -0,08%. De cualquier manera, el Euribor representa el tipo de interés bancario, con lo que lo utilizamos tan solo como referencia para el análisis económico de los bonos.

## 6.2 Bono social BBVA

A continuación, trataremos la emisión de un bono social realizada por parte de una entidad privada, el banco BBVA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, el 27 de mayo de 2020. Dicha emisión, de 1.000 millones de euros y con vencimiento a 5 años, el 4 de junio de 2025, convirtió al BBVA en la primera entidad financiera de la eurozona en emitir un bono social destinado a paliar los efectos económicos de la crisis ocasionada por el COVID-19. A esta emisión, de 1.000 millones, se sumó una colocación privada social de 40 millones de euros, ambos de deuda senior preferente, cuyos fondos también se destinaron a la reactivación de la economía tras la pandemia de COVID-19.

La demanda de la emisión se situó en prácticamente 5.000 millones de euros, quintuplicando la cantidad ofertada. Fue realizada bajo el marco de emisión para bonos verdes, sociales y sostenibles de BBVA, que fue publicado en 2018 y está alineado con los principios de los Bonos Verdes, de los Bonos Sociales y de los Bonos Sostenible de ICMA, así como con los Objetivos de Desarrollo Sostenible y la Agenda 2030 de Naciones Unidas.

En cuanto a los inversores, más de dos tercios de los mismos fueron inversores socialmente responsables. Respecto al origen de los mismos, Francia fue el país que más órdenes presentó (30%), seguida por España y Portugal (17%) y Reino Unido e Irlanda (13%). En cuanto a la tipología de los inversores, sobresalieron significativamente las gestoras de fondos (66%), a las cuales siguen los bancos (18%) y las aseguradas y fondos de pensiones (12%).

Como se ha mencionado anteriormente, la emisión se realizó con el objetivo de mitigar los efectos económicos de la pandemia de COVID-19. Según indica el Informe de seguimiento de los bonos verdes y sociales de BBVA de 2020, 51.175 empresas, que suman un total de 207.628 empleados, han podido beneficiarse de los préstamos otorgados con los fondos procedentes de la emisión.

Un 83% del importe total se destinó a empresas en sectores especialmente afectados por la crisis del COVID-19, mientras que un 69% fue adjudicado a empresas con mayor potencial de impacto social. Dicho mayor potencial de impacto social se refiere a la premisa de que las empresas pequeñas podrán beneficiarse en mayor medida de los préstamos concedidos, ya que los mismos podrán dotarlas de continuidad y de capacidad para hacer frente a pagos a empleados o a proveedores, generando un mayor impacto social. En el caso de empresas de tamaño mayor, es posible que los préstamos no tengan un impacto tan significativo, ya que dichas empresas podrán mantenerse sin necesidad de recibir esta ayuda. Es por esto que, a la hora de asignar los préstamos, se excluyeron las empresas con una facturación de más de 50 millones de euros (anual) y/o con más de 250 empleados. Los fondos se destinaron, mayoritariamente, a financiar a microempresas o empresas

pequeñas, mediante préstamos que gozaron de garantía ICO. Dicha emisión forma parte de plan del BBVA para la emisión, entre 2018 y 2025, de 100.000 millones de euros de financiación sostenible, que contribuyan al combate contra el calentamiento global y la financiación de un modelo de desarrollo sostenible. Dicho plan ha sido bautizado como Compromiso de BBVA 2025.

A continuación, se incluye la Tabla 3, que detalla las principales características de dicho bono.

*Apartado técnico*

Fecha de emisión	27 de mayo de 2020
Cantidad emitida	1.000 millones de euros
Duración	5 años
Cupón	0,75%

**Tabla 3. Características técnicas del bono social emitido en mayo de 2020 por el banco BBVA.**  
Fuente: Elaboración propia a partir de <https://www.bbva.com/es/bbva-lanza-la-primer-emision-de-un-bono-social-covid-19-de-una-entidad-financiera-privada-en-europa/>.

De igual manera que en el apartado anterior, es conveniente comparar el cupón que devengó el bono con aquel del bono alemán a 10 años del periodo. Cabe destacar que el rating del banco BBVA, en la fecha de emisión del bono, era de A de Fitch, AAA de Moody's, A- de S&P y A (high) de DBRS. La rentabilidad del bono alemán a 27 de mayo de 2020 fue de -0,41%, y, teniendo en cuenta que el riesgo de una institución bancaria es significativamente más elevado que el del bono alemán, la rentabilidad del 0,75% ofrecida por el bono resulta lógica. El Euribor cerró en un -0,08% en mayo de 2020.

Los colocadores de la emisión fueron: BBVA, Deutsche Bank, Natixis, Nomura, Société Générale y Unicredit.

### 6.3 Programa SURE

SURE (Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Atenuar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia, según sus siglas en inglés) consiste en una iniciativa de la Unión Europea para combatir el desempleo ocasionado por la pandemia de COVID-19.

La Comisión Europea propuso el Reglamento SURE el 2 de abril de 2020, y este fue adoptado por el Consejo apenas un mes después, el 19 de mayo de 2020. Los fondos del programa se pusieron a disposición de los Estados miembros, tras la suscripción por parte de los mismos de los acuerdos de garantía, descritos a continuación, el 22 de septiembre de 2020. Cinco semanas después se realizó el primer desembolso. Mediante dicho instrumento, se pretende proporcionar ayuda financiera de hasta 100.000 millones de euros a los Estados miembros que la han requerido, en forma de préstamos. A 24 de marzo de 2022, 19 Estados miembros habían solicitado esta ayuda, por un importe total de 94.400 millones de euros. Todos ellos han recibido una parte o la totalidad del importe solicitado, que hasta el momento suma un desembolso de más de 90.000 millones de euros. Las ayudas SURE se mantendrán disponibles hasta el 31 de diciembre de 2022, pero estarán condicionadas a la cantidad restante del presupuesto total, 100.000 millones de euros, que a 24 de marzo de 2022 era de 5.600 millones de euros. A continuación, se incluye la Tabla 4, que detalla la cantidad que la UE prestará bajo el marco del instrumento SURE a los diferentes países que han solicitado préstamos, y la cantidad actualmente desembolsada.

<i>País</i>	<i>Cantidad Total Préstamo</i>	<i>Cantidad Desembolsada</i>
Bélgica	8.197 billones	8.197 billones
Bulgaria	511 millones	511 millones
Chipre	603 millones	603 millones
Estonia	230 millones	230 millones
Grecia	5.265 billones	5.265 billones
España	21.324 billones	21.324 billones
Croacia	1.02 billones	1.02 billones
Hungría	651 millones	651 millones
Irlanda	2.473 billones	2.473 billones
Italia	27.438 billones	27.438 billones
Lituania	957 millones	957 millones
Letonia	305 millones	305 millones
Malta	420 millones	420 millones
Polonia	11.236 billones	9.736 billones
Portugal	5.934 billones	5.934 billones
Rumanía	4.099 billones	3 billones
Eslovenia	1.113 billones	1.113 billones
Eslovaquia	630 millones	630 millones
República Checa	2 billones	2 billones
TOTAL	94.4 billones	91.8 billones

**Tabla 4. Cantidad concedida y desembolsada en forma de préstamos por parte de la UE a estados miembros, como parte del programa SURE.**

Fuente: Elaboración propia, a partir de [https://economy-finance.ec.europa.eu/eu-financial-assistance/sure\\_es](https://economy-finance.ec.europa.eu/eu-financial-assistance/sure_es).

Los préstamos concedidos a los Estados miembros están avalados por un sistema de garantía de 25.000 millones de euros, respaldado por los mismos Estados. La contribución de cada Estado miembro es correspondiente a su peso relativo respecto a la renta nacional bruta de la Unión Europea, detallada en el presupuesto de 2020.

Como se ha mencionado anteriormente, la finalidad de dicho instrumento es ayudar a los países a paliar las consecuencias de la pandemia de COVID-19 en el empleo. En particular, se pretende asistir a los Estados miembros para que estos puedan sufragar los costes relacionados con los planes nacionales de disminución del tiempo de trabajo (como los ERTE en España) y medidas similares adoptadas, como ayudas para los trabajadores por cuenta propia. El programa SURE ha ayudado significativamente a frenar el aumento de las tasas de paro de los Estados miembros durante la crisis originada por la pandemia de COVID-19, logrando que estas se mantuvieran por debajo de aquellas alcanzadas durante la última crisis financiera mundial. Este hecho es

destacable, ya que la contracción del PIB (Producto Interior Bruto) de los estados miembros ha sido mayor.

La Comisión Europea ha financiado este programa mediante la emisión de bonos sociales. Para ello, ha desarrollado un marco de bonos sociales SURE, alineado con los Principios de los Bonos Sociales de la ICMA y con revisión favorable de Sustainalytics, empresa filial de Morningstar que proporciona calificaciones sobre sostenibilidad.

Se han realizado ya ocho emisiones de bonos sociales SURE. La primera, que analizaremos a continuación, tuvo lugar el 20 de octubre de 2020 y recaudó 17.000 millones de euros. El resto de emisiones ha oscilado entre los 8.500 millones y 14.140 millones de euros, a excepción de la última emisión, del 22 de marzo de 2022, que se realizó por un total de 2.170 millones de euros.

La Comisión Europea publicó el pasado 24 de marzo de 2022 su tercer informe semestral sobre el impacto y aplicación del instrumento SURE. En dicho informe se corroboró la conclusión alcanzada por los dos informes anteriores y se confirmó que el programa SURE ha mitigado los efectos de la pandemia de COVID-19 en los empleos y la economía de los Estados miembros. El informe detalla que SURE apoyó a 31 millones de personas y a 2,5 millones de empresas en 2020, de las cuales las pymes fueron las más beneficiadas. Los sectores que más ayuda han recibido por parte del programa fueron la hostelería y la restauración, el comercio mayorista y minorista y la industria manufacturera. Se calcula que, durante el 2020, el programa SURE mantuvo los puestos de trabajo de aproximadamente el 30% de la mano de obra de la UE, así como a una cuarta parte de las empresas, principalmente pymes. Durante 2021 se asistió en su recuperación a aproximadamente 3 millones de personas y 400.000 empresas.

Se calcula que los Estados miembros han ahorrado 8.200 millones de euros en concepto de pagos de intereses al recurrir a SURE. Gracias a la alta calificación crediticia de la Unión Europea (AAA), esta ha podido obtener condiciones ventajosas en el mercado, que ha trasladado a los Estados miembros mediante préstamos a tipos bajos.

#### 6.3.1 Emisión del primer bono social SURE

A continuación, detallaremos las características y realizaremos un análisis del primer bono social emitido como parte del programa SURE, que, a su vez, constituyó la primera emisión de un bono social por parte de la Unión Europea.

Dicho bono, emitido el 20 de octubre de 2020, recaudó un total de 17.000 millones de euros. La emisión se realizó en dos tramos: el primero, de 10.000

millones de euros a 10 años y el segundo de 7.000 millones de euros y con un vencimiento a 20 años. La demanda del bono superó los 233.000 millones de euros, cantidad que multiplicaba por trece la oferta. El gran interés que suscitó el instrumento se tradujo en una remuneración muy favorable para los bonos.

Como se ha mencionado anteriormente, el capital obtenido mediante la emisión de dichos bonos se destinó a financiar préstamos a los países miembros solicitantes. Dichos préstamos se destinaron, principalmente, a cubrir el exceso de gasto público requerido para mantener empleos, y especialmente a financiar regímenes de reducción del tiempo de trabajo. En cuanto a los préstamos ofrecidos en virtud de dicha primera emisión de un bono social bajo el marco de SURE, se ofreció financiación a tres estados miembros: España (6.000 millones de euros), Italia (10.000 millones de euros) y Polonia (1.000 millones de euros).

El bono cotizó en la bolsa de Luxemburgo, así como aquellos que lo sucedieron, y fue incluido en la bolsa verde de Luxemburgo (LGX), creada en 2016 como primera plataforma dedicada en exclusiva a la negociación de valores sostenibles.

A continuación, se incluye la Tabla 5, que detalla las principales características técnicas de dicha primera emisión de un bono social por parte de la Unión Europea, como parte del programa SURE.

<i>Apartado técnico</i>	1 <sup>er</sup> tramo	2 <sup>o</sup> tramo
Fecha de emisión	20 de octubre de 2020	20 de octubre de 2020
Cantidad emitida	10.000 millones de euros	7.000 millones de euros
Duración	10 años	20 años
Cupón	0,00%	0,10%

**Tabla 5. Características técnicas de la primera emisión de un bono social por parte de la Unión Europea, como parte del programa SURE.**

Fuente: Elaboración propia a partir de

[https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/about\\_the\\_european\\_commission/eu\\_budget/sure\\_1st\\_dual\\_tranche\\_press\\_release\\_final\\_cln.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/about_the_european_commission/eu_budget/sure_1st_dual_tranche_press_release_final_cln.pdf).

En cuanto a los cupones devengados por los dos tramos del bono, teniendo en cuenta la rentabilidad de un -0,60% del bono alemán a 10 años del 20 de octubre de 2020, resultan coherentes. La calificación crediticia de la Unión Europea es más elevada que la del ICO español o la del BBVA, aunque menor que la del bono alemán, y es por esto que el diferencial que podemos observar con el mismo es menos acusado para este bono, emitido por la UE, que, para los dos bonos vistos con anterioridad, emitidos por el ICO y el banco BBVA.



También resulta lógico que el segundo tramo del bono devengara un cupón mayor, dada su duración también mayor. En octubre de 2020, el Euribor cayó a un -0,47%.

La coordinación de la emisión se realizó por Barclays (IRL), BNP Paribas, Deutsche Bank, Nomura y UniCredit, en conjunto con la Comisión Europea.

## 6.4 Programa NextGenerationEU

NextGenerationEU consiste en un instrumento temporal concebido para financiar la recuperación de la Unión Europea tras la pandemia del COVID-19. Se destinarán a él un total de 806.900 millones de euros, que contribuirán a crear una Europa más sostenible y resiliente. Dicho presupuesto no incluye tan solo las necesidades actuales, sino también aquellas futuras que pudieran surgir, dado el número ascendente de desastres naturales y emergencias sanitarias.

El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) constituye el principal elemento de NextGenerationEU. Cuenta con 723.800 millones de euros (90% del presupuesto de NextGenerationEU) y apoyará las reformas e inversiones de cada país para impulsar la recuperación tras la pandemia de COVID-19, ayudando a transformar sus economías y sociedades en más sostenibles y adecuadas para los retos del futuro.

El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, que entró en vigor en febrero de 2021, consta de seis pilares: transformación digital; transición ecológica; cohesión económica, productividad y competitividad; cohesión social y territorial; resiliencia sanitaria, económica social e institucional y políticas para la próxima generación. Mediante sus planes individuales de recuperación y resiliencia, que han de ser aprobados por la UE y sometidos a una revisión periódica por parte de la misma, los países podrán acceder a los fondos de MRR, tanto en forma de préstamos (un total de 385.800 millones de euros) como en forma de subvenciones (un total de 338.000 millones de euros). Los reembolsos de los préstamos comenzarán en 2028 y finalizarán por completo en 2058.

El marco de NextGenerationEU también comprende otros elementos; entre ellos se encuentra el plan de Ayuda a la Recuperación para la Cohesión y los Territorios de Europa (REACT-UE). Este programa amplía las medidas de ayuda a los países en respuesta a la crisis ocasionada por la pandemia de COVID-19, a través de la Iniciativa de Inversión en Respuesta al Coronavirus (CRII, según sus siglas en inglés) y la Iniciativa de Inversión en Respuesta al Coronavirus Plus (CRII+, según sus siglas en inglés). Los presupuestos de ambas están orientados a la inversión, por parte de los países, en proyectos que fomenten la capacidad de reacción ante crisis. Los fondos se destinarán al Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER), al Fondo Social Europeo (FSE) y al Fondo de Ayuda Europea a las Personas Más Desfavorecidas (FEAD). En cuanto a España, la mayoría de fondos obtenidos mediante estos programas de financiación han sido invertidos en el robustecimiento de la capacidad de respuesta del sistema sanitario, adquisición de equipamiento médico y contratación de personal sanitario. Adicionalmente, se han destinado fondos a 5.500 pymes para la recuperación tras el bajo volumen de actividad causado por la pandemia y se ha fortalecido la digitalización de la educación

y del sector de la administración pública, para adecuarlos a las crecientes actividades en línea.

Para financiar los diferentes programas de NextGenerationEU, la Comisión Europea ha de acudir a los mercados de capitales para financiarse. La Comisión pretende financiar algo más del 30% del programa NextGenerationEU, 250.000 millones de euros, a través de la emisión de bonos verdes europeos. A continuación, estudiaremos la primera emisión de un bono verde bajo el marco de NextGenerationEU.

#### 4.4.1 Emisión del primer bono verde NextGenerationEU

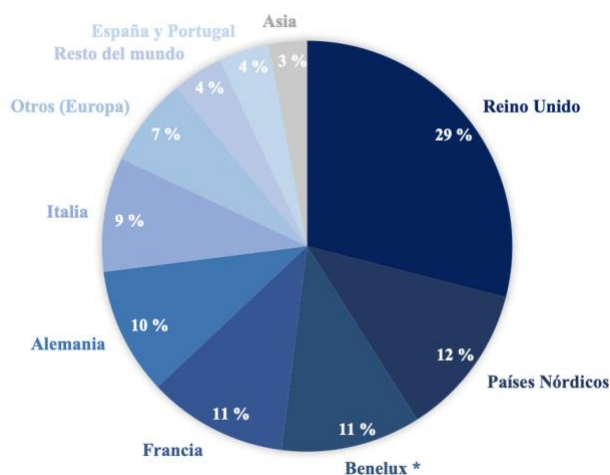
La Comisión Europea realizó la primera emisión de un bono verde bajo el marco de NextGenerationEU el pasado 12 de octubre de 2021, utilizando el formato de emisión sindicada. Supuso la movilización de 12.000 millones de euros, que se destinaron a financiar inversiones sostenibles y ecológicas bajo el marco del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia. Cabe destacar que el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia establece que al menos un 37% del programa de cada país ha de ser destinado a inversiones relacionadas con el clima.

Tras la emisión de este título, la Unión Europea pasó a convertirse en el mayor emisor de este tipo de instrumentos. La emisión marcó un inicio prometedor para el programa de bonos verdes de NextGenerationEU, ya que, el bono, a 15 años, con vencimiento el 4 de febrero de 2037, fue suscrito en exceso en más de 11 veces, alcanzando valores en libros superiores a 135.000 millones de euros.

La emisión se realizó bajo el marco de bonos verdes NextGenerationEU, adoptado el 7 de septiembre de 2021. Como es habitual, el marco, realizado en consonancia con el estándar europeo de bonos verdes, ha sido revisado por un tercero independiente, Vigeo Eiris, que forma parte de Moody's ESG Solutions. Dicho tercero ha concluido que el marco es acorde a los Principios de los Bonos Verdes de la ICMA y es coherente con la estrategia ESG de la Unión Europea. Los informes emitidos por la Unión Europea sobre la utilización de los fondos recaudados con la emisión los bonos verdes NextGenerationEU serán sometidos, a su vez, a revisión independiente.

Entre las inversiones subvencionadas por esta primera emisión de un bono verde NextGenerationEU se encuentran, entre otras: una plataforma de investigación sobre transición energética en Bélgica y la construcción de centrales eólicas en Lituania.

A continuación, se incluyen dos gráficos que detallan el perfil de los inversores; la Figura 8 representa la distribución geográfica de los mismos y la Figura 9 representa su tipología.

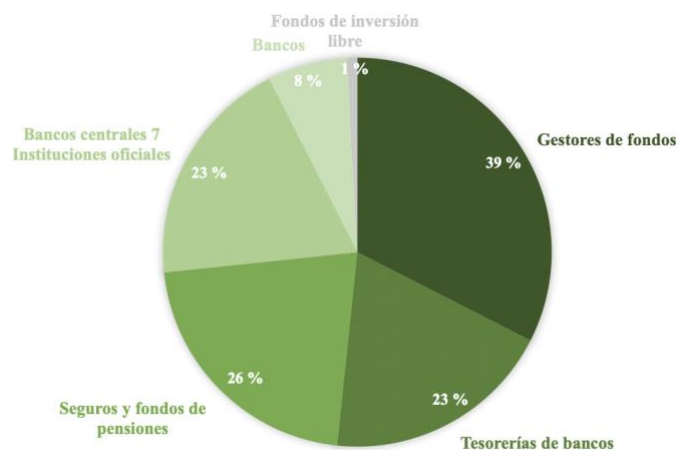


**Figura 8. Distribución geográfica de los inversores del bono emitido en octubre de 2021 como parte del programa NextGenerationEU.**

Fuente: Elaboración propia, a partir de

[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip\\_21\\_5207](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_21_5207).

\*Benelux: Bélgica, Países Bajos y Luxemburgo.



**Figura 9. Tipología de los inversores del bono emitido el 12 de octubre de 2021 como parte del programa NextGenerationEU.**

Fuente: Elaboración propia, a partir de

[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip\\_21\\_5207](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_21_5207).

Gracias a la elevada calificación crediticia de la Unión Europea, la Comisión fue capaz de obtener condiciones ventajosas en el mercado de capitales. Estos beneficios se trasladaron a los Estados miembros mediante tipos de interés reducidos para los préstamos efectuados bajo el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia. A continuación, se incluye la Tabla 6, ficha técnica de la emisión del primer bono verde NextGenerationEU, que incluye sus principales características:

*Apartado técnico*

Fecha de emisión	12 de octubre de 2021
Cantidad emitida	12.000 millones de euros
Duración	15 años
Cupón	0,4%

**Tabla 6. Características técnicas del bono emitido en octubre de 2021 como parte del programa NextGenerationEU.**

Fuente: Elaboración propia a partir de

[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip\\_21\\_5207](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_21_5207).

El bono alemán a 10 años obtuvo una rentabilidad del -0,10% el 12 de octubre de 2021, con lo que el cupón devengado por el bono de NextGenerationEU resulta coherente. Observamos un diferencial parecido entre bono alemán y el cupón devengado a aquel que hallamos para la emisión del bono social SURE, lo cual resulta coherente al haber sido ambos emitidos por la Unión Europea. Adicionalmente el Euribor cerró en un -0,48% en octubre de 2021.

En el Anexo 1 se incluye una tabla comparativa de los cupones devengados por los bonos estudiados y el bono alemán a 10 años, así como el valor del Euribor en el momento de emisión de los bonos.

La cartera final de pedidos superó los 135.000 millones euros, lo cual significa que el bono se suscribió en exceso más de 11 veces. A su vez, fue el mayor número de obligaciones ecológicas emitido hasta la fecha. La operación fue gestionada conjuntamente por: Bank of America Securities Europe S.A., Crédit Agricole Corporate and Investment Bank S.A., Deutsche Bank AG, Nomura Financial Products Europe GmbH y TD Securities, con la colaboración de Danske Bank A/S, Intesa Sanpaolo S.p.A. y Banco Santander S.A.

## 6.5 Línea de Avales COVID-19 ICO

El Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, en su afán por paliar, en la medida de lo posible, los efectos económicos de la pandemia, aprobó a mediados de marzo de 2020 una Línea de Avales del Estado que alcanza hasta los 100.000 millones de euros, enmarcada dentro de las Ayudas de Estado de la UE. De este modo, la financiación aprobada por bancos y otras entidades para autónomos y empresas, se verá respaldada por el Estado. Las disposiciones que vieron la luz verde en varios Consejos de Ministros, entre marzo y junio de 2020, desarrollan sus características y condiciones. El ICO será el encargado de habilitar y llevar a la práctica esta iniciativa, de modo que los puestos de trabajo se vean afectados en la menor medida posible, y las pymes, empresas y autónomos cuenten en todo momento con liquidez.

De esta manera, el objetivo primordial de la Línea es garantizar el pago de nóminas, facturas, suministros, arrendamiento de locales y almacenes etc., con el fin de que las empresas puedan mantener su nivel de actividad, con el consiguiente mantenimiento del empleo. Pocos son los gastos que quedan excluidos, encontrándose entre ellos los derivados de unificaciones de préstamos o amortización de deudas anteriores. Las entidades crediticias que se quieran adscribir a la Línea deberán estar obligatoriamente controladas por el Banco de España, teniendo la potestad de otorgar, o no (según sus intereses y posibilidades), al cliente demandante la financiación pedida.

En cuanto al tipo de operaciones susceptibles de beneficiarse, encontramos tanto nuevos préstamos como otros tipos de financiación concedidos a autónomos y empresas. Estas deben cumplir, entre otras condiciones, estar domiciliadas en España y demostrar que han sido claramente perjudicadas por la pandemia, en base a su contabilidad y estado de cuentas. No hay restricción alguna en cuanto a la actividad a la que se dediquen, pueden encuadrarse en cualquier sector de actividad.

Algunos otros requisitos han de ser cumplidos, tales como que los préstamos hayan sido aprobados o renovados a partir de marzo de 2020, que las empresas no fueran morosas a final de diciembre de 2019 (o que, aun siéndolo, banco y cliente hayan subsanado la situación), no estar inmersos en un proceso concursal a fecha 17 de marzo de 2020, o no encontrarse en situación de crisis a finales del año 2019 (según normativa de la Comisión Europea de junio de 2014).

Las entidades bancarias tienen expresamente prohibido emplear estos avales como excusa para pretender colocar al cliente otro tipo de productos, como seguros o similares. En este sentido, los medios de comunicación se han hecho eco de algunas quejas de empresarios y autónomos a los que se intentó captar para estos productos.

En cuanto a la cantidad máxima de préstamo que puede ser avalada, hemos de distinguir dos situaciones diferentes, préstamos hasta un millón y medio de euros y préstamos por encima de esa cantidad. Para los primeros serán de aplicación las disposiciones del Reglamento de UE nº 1407/2013. Esta normativa rige para la mayoría de los sectores de actividad, excepto para algunos concretos englobados en la normativa europea especial de Minimis (ayudas que por su baja cuantía no son de obligada notificación a la Comisión Europea; actividades agrícolas, pesqueras y de transporte rodado de mercancías). En todos los casos, una declaración responsable habrá de ser firmada por los petitionarios aceptando las condiciones del aval.

Para cantidades superiores al millón y medio de euros (o cantidad inferior si no es aplicable la normativa de Minimis) y hasta el tope que establece la UE para las Ayudas de Estado para empresarios autónomos, pymes y otros negocios no clasificados como pyme, se establecen algunos límites: el principal de la operación no puede superar el doble de lo que haya gastado la empresa en salarios en 2019, ni una cuarta parte de la facturación de ese mismo año y se debe justificar la necesidad perentoria de liquidez para el futuro inmediato, entendiéndose por este, el próximo año y medio para las pymes y un año para el resto de empresas. Los bancos están obligados a ser ellos quienes recaben de sus clientes toda la información y documentación necesarias para la correcta gestión de los avales.

Para evitar prácticas no deseadas, en ningún caso las entidades financieras aumentarán los gastos derivados de las operaciones y renovaciones, estando obligados a que estos costes se mantengan similares a los existentes antes de la pandemia. De igual manera deberán trasladar al cliente los beneficios del aval estatal, extremo que pueden cumplir de varias maneras, en forma de reducción de los intereses, con un mayor periodo de pago o mediante el aumento de la cantidad concedida. Es decir, usarán sus mejores prácticas mirando por el interés del cliente, sea autónomo o empresario.

Los avales cubrirán distintos porcentajes de los préstamos concedidos o renovados según el tipo de empresa beneficiaria; para autónomos y pymes cubrirán hasta el 80% del préstamo concedido o renovado, bajando este porcentaje al 70% para nuevas operaciones del resto de empresas y descendiendo otro 10%, hasta el 60%, en el caso de renovaciones. Queda patente de este modo el alto grado de sensibilidad y deseo de ayuda hacia los negocios que peor lo han pasado en los dos últimos años. El plazo de los avales oscila entre los cinco y ocho años. Los avales que tras ser asignados a diversos bancos no se hayan utilizado, serán concedidos a demanda, tras la pertinente petición.

### 6.5.1 Línea para turismo y actividades derivadas

El turismo, y las muy diversas actividades que conlleva y genera, es un pilar básico en la economía española y, a la vez, uno de los sectores que más duramente se ha visto afectado por el COVID-19; las restricciones a la libertad de movimiento y el prolongado confinamiento posterior de la población han infringido un determinante golpe al sector. Por ello las autoridades han puesto especial empeño en dotarle de recursos que hagan más fácil su salida de la difícil situación.

El ministerio citado con anterioridad ha aportado hasta 2.500 millones de euros para avalar tanto nuevos préstamos como renovaciones concedidas a autónomos y empresas que reúnan las condiciones de pyme y que su actividad se pueda incluir en alguno de los CNAE (Clasificación Nacional e Actividades Económicas) publicados en el BOE de 16 de junio de 2020. Algunos de estos son, a saber, transportes terrestre y aéreo, establecimientos hoteleros y similares, campings, restaurantes, organizadores de eventos, ferias de muestras... hasta un total de treinta y seis grupos.

Lo dispuesto en los Consejos de Ministros a los que se ha hecho referencia antes, es válido también para este sector. Amén de contar con liquidez para los gastos más inmediatos, la financiación obtenida se puede destinar a otros fines, por ejemplo, renovación y acondicionamiento de maquinaria, remodelación de establecimientos y demás instalaciones necesarias para el buen y normal desarrollo de las actividades. La cantidad máxima a avalar es de un millón y medio de euros por autónomo o empresario, siendo la cobertura del aval hasta el 80% del principal de la cantidad recibida. El plazo para las solicitudes ha sido ampliado hasta el primer día de junio de 2022 y su concesión será a demanda.

### 6.5.2 Línea para transporte y vehículos profesionales a motor

Esta línea de avales ICO atiende también a aquella financiación y préstamos destinados a compra o alquiler de vehículos motorizados para transporte por carretera con fines profesionales. Sus características son las mismas que las explicadas anteriormente para turismo y actividades relacionadas; es condición indispensable que el o los vehículos hayan sido adquiridos en fecha posterior al 16 de junio de 2022. El importe máximo del préstamo se atenderá a lo dispuesto en el régimen de Minimis o en el Marco Temporal de Ayudas de Estado de la UE. El aval cubrirá el 80% del préstamo en caso de autónomos y pymes y el 70% para el resto de peticionarios.

El éxito de esta iniciativa ha sido rotundo, muchas empresas y autónomos se han beneficiado de ella, de modo que prácticamente se han concedido la totalidad de los montos, 67.500 millones de euros para autónomos y pymes,



25.000 millones para empresas de gran tamaño, 2.500 millones para lo relacionado con turismo y 500 millones para la relativo a compra y alquiler de vehículos de motor profesionales.

Las empresas beneficiadas (ya sean pymes, autónomos u otro tipo de empresas), han sido casi 740.000, que han generado más de un millón de operaciones. El 98% de ellas han sido suscritas por pymes y autónomos, siendo las empresas de menos de diez empleados las destinatarias del 74% del capital avalado. Estas cifras ponen de manifiesto que la línea de avales del ICO ha cumplido ampliamente su objetivo al ser los pequeños autónomos o empresarios quienes han accedido a la oportunidad que brinda esta iniciativa.

### 6.5.3 Ampliación del plazo de avales

Ante la demanda y éxito de estos avales, el Consejo de Ministros de 21 de junio de 2022 y la Comisión Europea en su reunión de finales de ese mismo mes, han procedido a ampliar su fecha de vencimiento, que era 30 de junio de 2022. A partir de esta fecha se podrá pedir ampliación del plazo, que irá unida a la ampliación de plazo del préstamo. Se actúa así conforme al espíritu que siempre tuvo esta herramienta, ofrecer las máximas facilidades a los interesados y ser una garantía que genere confianza en las entidades bancarias. Para extender el aval, el deudor habrá de elevar la correspondiente petición con el posterior visto bueno, si procediera, de la entidad financiera, cumpliendo siempre las condiciones impuestas por el precitado Consejo de Ministros. Las entidades financieras, de acuerdo a sus intereses y directrices internas, tienen la potestad de rechazar o dar luz verde a las solicitudes de ampliación del plazo de los préstamos.

## 7 Conclusiones

---

Abordamos las conclusiones de este trabajo siguiendo los objetivos pautados al inicio del mismo. En los objetivos del trabajo nos planteábamos dos líneas de investigación diferentes, pero totalmente relacionadas. La primera, investigar el impacto que ha tenido la pandemia de COVID-19 en el mercado de la financiación sostenible, y la segunda, investigar diferentes bonos y herramientas de financiación sostenible surgidos a causa de la pandemia. Con esta segunda línea, hemos profundizado en el análisis del impacto de la pandemia de COVID-19 en el mercado de la financiación sostenible, estudiando instrumentos financieros concretos, y, al mismo tiempo, hemos analizado el papel de la financiación sostenible en la recuperación tras la pandemia. Son dos la preguntas que podríamos plantearnos: ¿ha tenido la pandemia de COVID-19 un impacto significativo en el mercado de la financiación sostenible? y, ¿cuál ha sido el impacto de la financiación sostenible en la recuperación económica tras la pandemia?

En el apartado 5 estudiábamos el impacto de la crisis de COVID-19 en el mercado de la financiación sostenible. Abordábamos el estudio por tres vías diferentes: la evolución del mercado global de bonos con criterios ESG, la evolución nacional de este mercado, y la evolución global del mercado de fondos de inversión social y medioambientalmente sostenibles. En cuanto al mercado global de bonos ESG, podemos concluir que la pandemia ha impulsado su crecimiento. El estudio del ritmo de crecimiento de este tipo de emisiones en los años anteriores a la pandemia, en comparación con el incremento experimentado en los años 2020 y 2021, nos permite determinar que la pandemia de COVID-19 ha impulsado significativamente el mercado, que ha logrado tasas de crecimiento muy por encima de las que alcanzaba pre-pandemia. Especialmente acusado fue el crecimiento en 2020 del mercado de bonos sociales, lo cual llevó a un estancamiento de sus homólogos verdes. De cualquier manera, en 2021, el mercado de bonos verdes volvió a tomar gran impulso, retomando su histórico protagonismo y desviando el foco de los bonos sociales, que redujeron sensiblemente su ritmo de crecimiento, debido al descenso de iniciativas de lucha contra los efectos económicos y sociales de la pandemia. Respecto a los bonos sostenibles, han visto su tasa de crecimiento incrementarse significativamente tras la pandemia, tendencia que se ha mantenido tanto en el 2020 como 2021.

Si nos centramos en el mercado nacional de bonos ESG, alcanzamos la misma conclusión, la pandemia de COVID-19 ha acelerado su ritmo de crecimiento, aunque encontramos fenómenos diferentes a los acontecidos globalmente. El mercado nacional de bonos verdes no sufrió el estancamiento que experimentó a nivel global en 2020, sino que mantuvo un ritmo de crecimiento razonable. A su vez, en 2020, los bonos sociales experimentaron un crecimiento acusado, pero lejos del que se produjo a nivel global. Sin embargo, en 2021, el mercado

nacional de bonos verdes presentó un comportamiento parecido al acaecido a nivel global, duplicando su nivel de emisiones, para volver a retomar su histórico protagonismo. En cuanto a los bonos sociales, en 2021, más allá de reducir su ritmo de crecimiento, como ocurrió a nivel global, experimentaron una reducción en su volumen de emisiones con respecto al año anterior. El comportamiento de este mercado, tanto en 2020 como en 2021, nos permite observar que este tipo de bonos disponen de menor relevancia a nacional que globalmente.

En cuanto a otras herramientas de financiación sostenible, como son los fondos de inversión adscritos a criterios sociales y medioambientales, observamos que han tenido una evolución parecida a los bonos ESG. El volumen de este tipo de productos se ha visto reforzado positivamente durante la pandemia, que no solo ha incrementado la cantidad de los mismos, sino que también los ha dotado de mejores resultados que aquellos obtenidos por sus homólogos tradicionales, tal y como detalla el informe de la NUEP, Implicaciones de la pandemia de COVID-19 para las finanzas sostenibles globales, de abril de 2020. Según el análisis realizado por S&P Global Market Intelligence de 26 fondos de inversión y fondos cotizados ESG, con más de 250 millones de dólares en activos, estos obtuvieron resultados más favorables, en el periodo analizado (5 de marzo de 2020 hasta el 5 de marzo de 2021) que el S&P 500. La crisis económica ocasionada por la pandemia de COVID-19 ha puesto de relieve la mayor resiliencia de este tipo de inversiones, que han superado el periodo bajista, el primero de su historia, con mejores resultados que los fondos de inversión tradicionales.

En cuanto al impacto de la financiación sostenible en la recuperación económica tras la pandemia de COVID-19, el análisis de los diferentes bonos y herramientas nos ha permitido observar cómo el mercado se ha volcado en la emisión de bonos y otros instrumentos que contribuyesen a la recuperación. No solo las instituciones europeas, organismos y gobiernos nacionales han emitido instrumentos e ideado herramientas para la recuperación, sino también las entidades privadas. La amplia sobresuscripción de estos instrumentos, también demuestra el compromiso de los inversores institucionales. El volumen de emisión de dichos instrumentos y los informes sobre su impacto nos permiten determinar que han tenido un efecto significativo en la sociedad, salvando muchos empleos y previniendo la quiebra de empresas. Quizás uno de los datos que arroja más luz sobre este asunto es la tasa de paro europea, que en ningún momento de la pandemia ha superado a la alcanzada durante la crisis financiera de 2008, siendo que la contracción del PIB de los estados miembros ha sido mayor. Este dato pone de relieve el éxito del esfuerzo común de lucha contra los efectos económicos de la pandemia, del cual, sin duda, la financiación sostenible ha formado parte significativa. Aunque aún nos encontramos en una fase temprana, y no se dispone de informes que cuantifiquen exactamente el impacto de la financiación sostenible en la recuperación económica tras la pandemia, los volúmenes de emisiones de

herramientas destinadas a paliar los efectos de la misma, indican un impacto elevado.

A su vez, la financiación sostenible ha ofrecido instrumentos para inversores que no deseaban elevados niveles de riesgo, con una rentabilidad superior a bonos públicos similares, lo cual les ha permitido diversificar sus inversiones y hacer que la financiación fluya hacia los sectores más afectados por la pandemia. Así, se ha prevenido que la crisis hubiera sido aún más grave de lo que fue; por ejemplo, en la crisis de 2008, la financiación prácticamente desapareció.

Mediante el estudio de herramientas financieras concretas emitidas para paliar los efectos económicos de la crisis de COVID-19, hemos podido alcanzar, también, la conclusión de que sus rentabilidades fueron razonables. La pandemia de COVID-19 ha puesto de relieve la mayor resiliencia de los instrumentos ESG, que han pasado a registrar rentabilidades mayores a sus homólogos tradicionales en los años posteriores a la pandemia, siendo que anteriormente no lo hacían. Esto nos devuelve a nuestra primera conclusión; la pandemia de COVID-19 ha reforzado el mercado de la financiación sostenible.

Tras la investigación realizada para este trabajo del mercado de financiación sostenible, el análisis de su evolución y el estudio de herramientas concretas y su interrelación con la crisis de COVID-19, hallamos un doble efecto positivo, tanto el impulso a un mercado que forma parte necesaria del crecimiento sostenible y de la reversión del daño que ya hemos causado al medioambiente, como la gran ayuda de este mercado en la situación de crisis ocasionada por la pandemia de COVID-19.

En cuanto a líneas de trabajo futuras, resultaría interesante analizar el mercado de la financiación sostenible en los años venideros, para comprobar así si el efecto y el impulso de la pandemia de COVID-19 se mantiene en el tiempo o ha sido tan solo consecuencia de una crisis sanitaria devastadora. Es razonable prever que, aunque el número y volumen de emisiones baje en cierta medida, se mantenga la tendencia, dado el creciente compromiso y preocupación con la situación medioambiental. A su vez, resultaría interesante analizar el comportamiento histórico de los bonos estudiados en los mercados, para analizar el comportamiento de los mismos.

- ABRDN. *Los fondos ESG muestran su entereza*.  
< <https://www.abrdn.com/es-es/institutional/insights-thinking-aloud/article-page/esg-funds-show-their-mettle>> [Consulta: junio 2022]
- ABRIL, G. (2022). “El Parlamento Europeo respalda el sello verde de la UE al gas y energía nuclear” *El País*. Bruselas.  
< <https://elpais.com/economia/2022-07-06/el-parlamento-europeo-respalda-el-sello-verde-de-la-ue-al-gas-y-energia-nuclear.html>> [Consulta: julio 2022]
- ABRIL, I. (2020). “La banca española y el ICO estudian lanzar bonos sociales contra el COVID-19” *Expansión*. Madrid.  
< <https://www.expansion.com/empresas/banca/2020/04/17/5e98b01be5fdea70118b4623.html>> [Consulta: abril 2022]
- APARICIO, L. (2020). “Bonos sociales, financiación directa contra la pandemia” *Cinco Días*. Madrid.  
< [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/06/19/mercados/1592519894\\_936533.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/06/19/mercados/1592519894_936533.html)> [Consulta: abril 2022]
- ARGUEDAS, R. y GONZÁLEZ J. (2017). *Finanzas Empresariales*. Ramón Areces.
- BBVA. *Los bonos sociales de BBVA emitidos en 2020 han ayudado a más de 15.100 empresas a través de préstamos ICO en España*.  
< <https://www.bbva.com/es/bbva-lanza-la-primera-emision-de-un-bono-social-covid-19-de-una-entidad-financiera-privada-en-europa/>> [Consulta: julio 2022]
- BBVA. *BBVA coloca 1.000 millones de euros en la primera emisión de un bono social COVID-19 de una entidad financiera privada en Europa*.  
< <https://www.bbva.com/es/sostenibilidad/los-bonos-sociales-de-bbva-emitidos-en-2020-han-ayudado-a-mas-de-15-100-empresas-a-traves-de-prestamos-ico-en-espana/>> [Consulta: julio 2022]
- CABELLO, L. (2021). “Europa logra 12.000 millones con los bonos verdes Next Generation con la mayor demanda para un bono verde del mundo” *PV Magazine*.  
< <https://www.pv-magazine.es/2021/10/13/europa-logra-12-000-millones-con-los-bonos-verdes-next-generation-con-la-mayor-demanda-para-un-bono-verde-del-mundo/>> [Consulta: mayo 2022]
- CATHÉRINE HINSCHÉ, I. (2021). *A Greenium for the Next Generation EU Green Bonds. Analysis of a Potential Green Bond Premium and its Drivers*. Fráncfort de Meno, Center for Financial Studies.
- COMISIÓN EUROPEA. *Plan de recuperación para Europa*.  
< [https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\\_es](https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_es)> [Consulta: mayo 2022]
- COMISIÓN EUROPEA. *Mecanismo de Recuperación y Resiliencia*.  
< [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/recovery-coronavirus/recovery-and-resilience-facility\\_es](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/recovery-coronavirus/recovery-and-resilience-facility_es)> [Consulta: mayo 2022]

- COMISIÓN EUROPEA. *Recovery and Resilience Facility Country Overview*.  
<[https://ec.europa.eu/economy\\_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/country\\_overview.html?country=Spain](https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/country_overview.html?country=Spain)> [Consulta: mayo 2022]
- Comisión Europea. Report from the Commission to the European Parliament and the Council. Semi-annual report on the execution of the NextGenerationEU funding operations pursuant to Article 12 of Commission Implementing Decision C (2021)2502, Bruselas, 17 de febrero de 2022.
- COMISIÓN EUROPEA. *EU Bonds*.  
<[https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/eu-bonds\\_en#eu-bonds](https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/eu-bonds_en#eu-bonds)> [Consulta: mayo 2022]
- COMISIÓN EUROPEA. *NextGenerationEu Green Bonds*.  
<[https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/nextgenerationeu-green-bonds\\_en](https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/nextgenerationeu-green-bonds_en)> [Consulta: mayo 2022]
- COMISIÓN EUROPEA. *European Commission issues €2.5 billion in NextGenerationEu Green bonds via its first Green bond auction*.  
<[https://ec.europa.eu/info/news/results-24-01-2022-auction-eu-bonds-2022-jan-24\\_en](https://ec.europa.eu/info/news/results-24-01-2022-auction-eu-bonds-2022-jan-24_en)> [Consulta: mayo 2022]
- COMISIÓN EUROPEA. *Cohesion policy action against coronavirus*.  
<[https://ec.europa.eu/regional\\_policy/en/newsroom/coronavirus-response#26](https://ec.europa.eu/regional_policy/en/newsroom/coronavirus-response#26)> [Consulta: mayo 2022]
- COMISIÓN EUROPEA. *NextGenerationEU: éxito de la Comisión Europea al emitir el primer bono verde para financiar una recuperación sostenible*.  
<[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip\\_21\\_5207](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_21_5207)> [Consulta: mayo 2022]
- COMISIÓN EUROPEA. *NextGenerationEU. Los bonos verdes*  
<[https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/about\\_the\\_european\\_commission/eu\\_budget/2021.1967\\_es\\_02.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/about_the_european_commission/eu_budget/2021.1967_es_02.pdf)> [Consulta: mayo 2022]
- COMISIÓN EUROPEA. *Questions and Answers: NextGenerationEU first Green bond issuance*. <[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda\\_21\\_5211](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_21_5211)> [Consulta: mayo 2022]
- COMISIÓN EUROPEA. *SURE. Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE)*.  
<[https://economy-finance.ec.europa.eu/eu-financial-assistance/sure\\_es](https://economy-finance.ec.europa.eu/eu-financial-assistance/sure_es)> [Consulta: junio 2022]
- COMISIÓN EUROPEA. *17.000 millones EUR de bonos sociales SURE de la UE cotizados en la bolsa de Luxemburgo*.  
<[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip\\_20\\_1981](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_20_1981)> [Consulta: junio 2022]
- COMISIÓN EUROPEA. *Éxito de SURE a la hora de salvaguardar los empleos y los ingresos*.  
<[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip\\_21\\_1209](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_21_1209)> [Consulta: junio 2022]

- COMISIÓN EUROPEA. *SURE Social Bonds*.  
<[https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/sure-social-bonds\\_en](https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/sure-social-bonds_en)> [Consulta: junio 2022]
- COMISIÓN EUROPEA. *SURE, Disbursements under various bond maturities*.  
<[https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/about\\_the\\_european\\_commission/eu\\_budget/sure\\_disbursements\\_table\\_8th-issuance.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/about_the_european_commission/eu_budget/sure_disbursements_table_8th-issuance.pdf)> [Consulta: junio 2022]
- Comisión Europea. Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the Economic and Financial Committee and the Employment Committee. Report on the European instrument for Temporary Support to mitigate Unemployment Risk in an Emergency (SURE) following the COVID-19 outbreak pursuant to Article 14 of Council Regulation (EU) 2020/672, Bruselas, 23 de marzo de 2022.
- COMISIÓN EUROPEA. *SURE: El tercer informe indica que sigue teniendo éxito a la hora de proteger el empleo y sostener la recuperación*.  
<[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip\\_22\\_1987](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_22_1987)> [Consulta: junio 2022]
- COMISIÓN EUROPEA. *European Union EUR 17 billion dual tranche bond issue due October 4th, 2030 and 2040*.  
<[https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/about\\_the\\_european\\_commission/eu\\_budget/sure\\_1st\\_dual\\_tranche\\_press\\_release\\_final\\_cln.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/about_the_european_commission/eu_budget/sure_1st_dual_tranche_press_release_final_cln.pdf)> [Consulta: junio 2022]
- COMISIÓN EUROPEA. *European Commission issues first emission of EU SURE social bonds*.  
<[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_20\\_1954](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_1954)> [Consulta: junio 2022]
- COMISIÓN EUROPEA. *Sustainable Finance package*.  
<[https://finance.ec.europa.eu/publications/sustainable-finance-package\\_en#csrd](https://finance.ec.europa.eu/publications/sustainable-finance-package_en#csrd)> [Consulta: junio 2022]
- COMPROMISO RSE. *Gestoras de inversión investigadas por un supuesto greenwashing*.  
<<https://www.compromisorse.com/rse/2022/06/16/gestoras-de-inversion-investigadas-por-un-supuesto-greenwashing/>> [Consulta: julio 2022]
- CONSEJO EUROPEO. *Nuevas normas sobre información corporativa en materia de sostenibilidad: el Consejo y el Parlamento Europeo alcanzan un acuerdo político provisional*.  
<<https://www.consilium.europa.eu/es/press/press-releases/2022/06/21/new-rules-on-sustainability-disclosure-provisional-agreement-between-council-and-european-parliament/>> [Consulta: junio 2022]
- CONSEJO GENERAL DE ABOGACÍA ESPAÑOLA. *Taxonomía: el Parlamento Europeo acepta incluir el gas y la energía nuclear*.  
<<https://www.abogacia.es/actualidad/noticias/taxonomia-el-parlamento-europeo-acepta-incluir-el-gas-y-la-energia-nuclear/>> [Consulta: julio 2022]
- DELGADO, M. (2021) “Desarrollos y regulación de las finanzas sostenibles en los ámbitos nacional e internacional” en Seminario “Política económica y finanzas sostenibles: un nuevo enfoque”. Universidad Rey Juan Carlos. Disponible en  
<<https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Subgobernador/Arc/delgado171121.pdf>> [Consulta: mayo 2022]

- DELOITTE. *El papel de las finanzas sostenibles en el sector de la energía*.  
< <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/risk/articles/finanzas-sostenibles-en-el-sector-de-la-energia.html> > [Consulta: julio 2022]
- DE MIGUEL, B. (2021). “Bruselas regula los bonos verdes para impulsar las emisiones de deuda con criterios medioambientales” *El País*. Bruselas  
< <https://elpais.com/economia/2021-07-06/bruselas-regula-los-bonos-verdes-para-impulsar-las-emisiones-de-deuda-con-criterios-medioambientales.html> > [Consulta: mayo 2022]
- DOMÍNGUEZ, D. (2022). “BNY Mellon: el mercado castiga (otra vez) el greenwashing” *Social Investor*.  
< <https://www.finanzas.com/esg/industria/bny-mellon-el-mercado-castiga-otra-vez-el-greenwashing/> > [Consulta: julio 2022]
- DURBÁN OLIVA, S. (2017). *Finanzas Corporativas*. Ediciones Pirámide.
- EL ÁGORA. *La Unión Europea lanza su primera emisión de bonos sociales*.  
< <https://www.elagoradiario.com/desarrollo-sostenible/ue-primera-emision-bonos-sociales/> > [Consulta: junio 2022]
- EL BOLETÍN. *El boom de los bonos verdes alimenta las sospechas de “greenwashing” y el celo de los reguladores*.  
< <https://www.elboletin.com/el-boom-de-los-bonos-verdes-alimenta-las-sospechas-de-greenwashing-y-el-celo-de-los-reguladores/> > [Consulta: julio 2022]
- EL INDEPENDIENTE. *La COVID-19 impulsa el crecimiento de los fondos ESG con criterios sociales y sostenibles*.  
< <https://www.elindependiente.com/economia/2020/08/12/la-covid-19-impulsa-el-crecimiento-de-los-fondos-esg-con-criterios-sociales-y-sostenible/> > [Consulta: abril 2022]
- ESCRIBANO, G. (2020). “La banca prepara una avalancha de bonos sociales para luchar contra el COVID-19” *Cinco Días*.  
< [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/06/12/mercados/1591975220\\_999277.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/06/12/mercados/1591975220_999277.html) > [Consulta: mayo 2022]
- ESTRATEGIA SUSTENTABLE. *BBVA, primera entidad financiera privada en Europa en emitir un bono social COVID-19*.  
< <https://www.estrategia-sustentable.com.mx/2020/08/17/bbva-primera-entidad-financiera-privada-en-europa-en-emitir-un-bono-social-covid-19/> > [Consulta: julio 2022]
- EURONEWS. *La UE consigue 17.000 millones en la primera emisión de bonos SURE contra el desempleo*.  
< <https://es.euronews.com/2020/10/20/la-ue-consigue-17-000-millones-en-la-primera-emision-de-bonos-sure-contr-el-desempleo> > [Consulta: mayo 2022]
- EUROPA PRESS. *La emisión global de bonos verdes creció un 49% en 2019, según Deutsche Bank*.  
< <https://www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-emision-global-bonos-verdes-crecio-49-2019-deutsche-bank-20200207112448.html> > [Consulta: mayo 2022]



- EXPOK. *Ahora investigan a Goldman Sachs por fondos ESG.*  
 <<https://www.expoknews.com/ahora-investigacion-a-goldman-sachs-por-fondos-esg/>> [Consulta: julio 2022]
- FINNEWS. *US Bank investigated in SEC anti-greenwashing push.*  
 <<https://www.finews.com/news/english-news/51837-goldman-sachs-investigated-over-greenwashing>> [Consulta: julio 2022]
- FINREG 360. *Nueva propuesta de la Comisión sobre un estándar europeo de bonos verdes.*  
 <<https://finreg360.com/alerta/nueva-propuesta-de-la-comision-sobre-un-estandar-europeo-de-bonos-verdes/>> [Consulta: mayo 2022]
- FINREG 360. *El reglamento de taxonomía ya es una realidad para la UE.*  
 <<https://finreg360.com/alerta/el-reglamento-de-taxonomia-ya-es-una-realidad-para-la-ue/>> [Consulta: mayo 2022]
- FINREG 360. *Se publican los primeros informes sobre la taxonomía social y la ampliación de la taxonomía ambiental.*  
 <<https://finreg360.com/alerta/se-publican-los-primeros-informes-sobre-la-taxonomia-social-y-la-ampliacion-de-la-taxonomia-ambiental/>> [Consulta: mayo 2022]
- GARRALDA, J. “¿Podremos saber con rigor si los bonos verdes son greenwashing?”. *Fundación Mapfre.*  
 <<https://www.fundacionmapfre.org/premios-ayudas/premios/premios-fundacion-mapfre-innovacion-social/tendencias/bonos-verdes/>> [Consulta: julio 2022]
- GAURET, F. (2022). “¿Qué es el instrumento SURE de la UE para mitigar el daño del coronavirus al empleo?”. *Euronews.*  
 <<https://es.euronews.com/next/2020/04/22/que-es-el-instrumento-sure-de-la-ue-para-mitigar-el-dano-del-coronavirus-al-empleo>> [Consulta: junio 2022]
- GEORGIEVA, K. (2019). “Los bonos verdes cumplen 10 años: un modelo para fomentar la sostenibilidad en los mercados de capital”. *Banco Mundial.*  
 <<https://www.bancomundial.org/es/news/immersive-story/2019/03/18/10-years-of-green-bonds-creating-the-blueprint-for-sustainability-across-capital-markets>> [Consulta: abril 2022]
- IBERDROLA. *¿Qué son los bonos verdes y para qué utilizan se utilizan?*  
 <<https://www.iberdrola.com/sostenibilidad/inversiones-bonos-verdes>> [Consulta: febrero 2022]
- ICMA. *The Principles, Guidelines and Handbooks.*  
 <<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/>> [Consulta: abril 2022]
- ICMA. *Mission.*  
 <<https://www.icmagroup.org/About-ICMA/mission/>> [Consulta: abril 2022]
- ICMA. *Governance Framework.*  
 <<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/membership-governance-and-working-groups/governance-framework/>> [Consulta: abril 2022]

- ICO. *ICO lanza una emisión pública de bonos sociales de 500 millones con los que contribuirá a mitigar el impacto social y económico del COVID-19.*  
<[https://www.ico.es/actualidad/notas\\_de\\_prensa/el-ico-lanza-una-emision-publica-de-bonos-sociales-por-importe-de-500-millones-de-euros-con-los-que-contribuira-a-mitigar-el-impacto-social-y-economic](https://www.ico.es/actualidad/notas_de_prensa/el-ico-lanza-una-emision-publica-de-bonos-sociales-por-importe-de-500-millones-de-euros-con-los-que-contribuira-a-mitigar-el-impacto-social-y-economic)> [Consulta: junio 2022]
- ICO. *El ICO lanza la octava emisión pública de bonos sociales por importe de 500 millones de euros.*  
<<https://www.ico.es/es-ES/web/guest/el-ico-lanza-la-octava-emision-publica-de-bonos-sociales-por-importe-de-500-millones-de-euros>> [Consulta: junio 2022]
- ICO. *Bonos sostenibles ICO.*  
<<https://www.ico.es/bonos-sostenibles-ico>> [Consulta: junio 2022]
- ICO. *El ICO lanza su tercera emisión de bonos sociales por importe de 500 millones de euros.*  
<<https://www.ico.es/el-ico-lanza-su-tercera-emision-de-bonos-sociales-por-importe-de-500-millones-de-euros>> [Consulta: junio 2022]
- ICO. *El ICO: Medidas puestas en marcha para paliar el impacto de la COVID-19.*  
<[https://www.ico.es/ico\\_newsletter/linea-ico-credito-comerci-2](https://www.ico.es/ico_newsletter/linea-ico-credito-comerci-2)> [Consulta: junio 2022]
- ICO. *Bonos sociales.*  
<[https://www.ico.es/inversores/bonos\\_sociales\\_\\_ico](https://www.ico.es/inversores/bonos_sociales__ico)> [Consulta: junio 2022]
- ICO. *COVID-19 Social Bond Reporting.*  
<<https://www.ico.es/documents/20124/39505/Reporting+SB+COVID19+MAY+2021+def.pdf/3846ff60-c3d4-b772-5272-61e56b130433?t=1623401832616>> [Consulta: junio 2022]
- ICO. *Financiación Sostenible.*  
<<https://www.ico.es/financiacion-sostenible>> [Consulta: agosto 2022]
- ICO. *Línea de Avaes para autónomos y empresas RDL 8/2020.*  
<<https://www.ico.es/ico/linea-avaes>> [Consulta: agosto 2022]
- ICO. *Línea Avaes COVID-19.*  
<<https://www.ico.es/web/guest/acm210622-extension>> [Consulta: agosto 2022]
- IFRS. *International Sustainability Standards Board.*  
<<https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/>> [Consulta: junio 2022]
- ISO TOOLS. *Taxonomía de la UE. Qué es y porque deberías empezar a tenerla en cuenta.*  
<<https://www.isotools.org/2022/05/02/taxonomia-de-la-ue-que-es-y-por-que-deberias-empezar-a-tenerla-en-cuenta/>> [Consulta: febrero 2022]
- INFLUENECE MAP. *The battle for US sustainable finance regulation.*  
<<https://influencemap.org/EN/report/The-Battle-for-US-Sustainable-Finance-Regulation-85877e7a20216ff442290b0b1def5893>> [Consulta: julio 2022]
- LOCAL EUROPE. <<https://www.localeurope.net/iniciativa-sure-instrumento-solidaridad-europeo-covid19/>> [Consulta: junio 2022]

- LUCENA, F. (2020). “La Comisión Europea realiza la primera emisión de bonos sociales SURE de la UE”. *Europe Direct*.  
< <https://es.euronews.com/next/2020/04/22/que-es-el-instrumento-sure-de-la-ue-para-mitigar-el-dano-del-coronavirus-al-empleo> > [Consulta: junio 2022]
- MASSONS I RABASSA J. (2016). *Finanzas: Análisis y estrategia financiera*. Hispano Europea.
- MEDINA, A. (2022). “Greenwashing, ¿el nuevo bono subprime?” *Inversión.es*.  
< <https://www.inversion.es/2022/06/15/greenwashing-el-nuevo-bono-subprime-21545/> > [Consulta: julio 2022]
- MINISTERIO DE ASUNTOS ECONÓMICOS Y TRANSFORMACIÓN DIGITAL. *Grupo Banco Mundial*.  
< <https://www.tesoro.es/asuntos-internacionales/grupo-banco-mundial> > [Consulta: febrero 2022]
- MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA. *Banco Europeo de Inversiones*.  
< <https://www.hacienda.gob.es/ES/Areas%20Tematicas/Internacional/Union%20Europea/Paginas/Banco%20europeo%20de%20inversiones.aspx> > [Consulta: abril 2022]
- MORGAN STANLEY. *Sustainable funds outperform peers in 2020 during coronavirus*.  
< <https://www.morganstanley.com/ideas/esg-funds-outperform-peers-coronavirus> > [Consulta: julio 2022]
- MORO AGUADO, C. (2022). “¿Cómo se financia el fondo europeo Next Generation?” *El Economista*. Madrid.  
< <https://www.eleconomista.es/next-generation/noticias/11617019/02/22/Como-se-financia-el-fondo-europeo-Next-Generation.html> > [Consulta: mayo 2022]
- M&G INVESTMENTS. *Dos años de pandemia: el impulso de la COVID-19 hacia una economía sostenible*.  
< <https://www.mandg.com/investments/private-investor/es-es/perspectivas/actualizaciones-recientes/2022/03/dos-anos-de-pandemia> > [Consulta: mayo 2022]
- OFISO. *Informe Anual OFISO de la financiación sostenible en España en 2021*.  
< <https://www.ofiso.es/files/informe-anual-OFISO-La-financiacion-Sostenible-en-Espana-en-2021.pdf> > [Consulta: mayo 2022]
- OFISO. *Informe Anual OFISO de la financiación sostenible en España en 2020*.  
< <https://www.ofiso.es/files/Informe-Anual-OFISO-2020.pdf> > [Consulta: mayo 2022]
- OFISO. *Informe Anual OFISO de la financiación sostenible en España en 2019*.  
< <https://www.ofiso.es/files/Informe-Anual-OFISO-2019.pdf> > [Consulta: mayo 2022]
- PALOMARES, A. (2021). “Así valoran las gestoras la primera emisión de bonos verdes de España”. *Funds People*.  
< <https://fundspeople.com/es/asi-valoran-las-gestoras-la-primera-emision-de-bonos-verdes-de-espana/> > [Consulta: julio 2022]

- PARLAMENTO EUROPEO. *Taxonomía: el Parlamento acepta incluir el gas y la energía nuclear*.  
 < <https://www.europarl.europa.eu/news/es/press-room/20220701IPR34365/taxonomia-el-parlamento-acepta-incluir-el-gas-y-la-energia-nuclear>> [Consulta: julio 2022]
- PELLICER, L. (2021). “*Bruselas emitirá 80.000 millones en bonos a largo plazo este año para financiar el fondo de recuperación*”. El País. Bruselas.  
 < <https://elpais.com/economia/2021-06-01/bruselas-emitira-80000-millones-en-bonos-a-largo-plazo-este-ano-para-financiar-el-fondo-de-recuperacion.html>> [Consulta: mayo 2022]
- PERALTA, L. A. (2022). PETRAKI, A. (2021). “El Parlamento Europeo apoya incluir la energía nuclear y el gas en la taxonomía verde europea”. *Cinco Días*. Madrid.  
 < [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/07/06/economia/1657105587\\_566816.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/07/06/economia/1657105587_566816.html)> [Consulta: julio 2022]
- PETRAKI, A. (2021). “The ESC regulation race is on”. *Schroders*.  
 < <https://www.schroders.com/en/us/insights/sustainability/the-esg-regulation-race-is-on/>> [Consulta: julio 2022]
- PINTO GARCÍA DE OTEYZA, J. (2020). “Santander AM lanza su segundo fondo de renta fija sostenible”. *Funds People*.  
 < <https://fundspeople.com/es/santander-am-lanza-su-segundo-fondo-de-renta-fija-sostenible/>> [Consulta: julio 2022]
- Portal de Construible*. < <https://www.construible.es/2022/01/26/primera-subasta-bonos-verdes-next-generation-eu-recuperacion-sostenible-europa>> [Consulta: mayo 2022].
- REAL, A. (2022) “La energía nuclear y el gas ya son ‘verdes’ para la UE y se podrán beneficiar de incentivos a las renovables”. *Newtral*.  
 < <https://www.newtral.es/energia-nuclear-gas-verdes-union-europea-europa-consecuencias/20220711/>> [Consulta: julio 2022]
- REY RODRÍGUEZ, L. Y PALOMARES, A. (2022) “SFDR: Qué es y cómo ha impulsado la inversión sostenible en su primer año de vida”. *Funds People*.  
 < <https://fundspeople.com/es/glosario/que-es-sfdr-como-ha-impulsado-la-inversion-sostenible/>> [Consulta: junio 2022]
- ROMO GONZÁLEZ, L. (2021) *Una taxonomía de actividades sostenibles para Europa*. Madrid: Banco de España.  
 < <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/20/Files/do2101e.pdf>> [Consulta: mayo 2022]
- SARANDI, A. *Breve historia de los bonos con etiqueta*. Janus Henderson.  
 < [https://cdn.janushenderson.com/webdocs/A+short+history+of+labelled+bonds\\_March+2021\\_Final\\_es.pdf](https://cdn.janushenderson.com/webdocs/A+short+history+of+labelled+bonds_March+2021_Final_es.pdf)> [Consulta: abril 2022]
- TRIANA, C. (2022). “La caza de brujas contra el greenwashing da la puntilla a las grandes gestoras”. *Social Investor*.  
 < <https://www.finanzas.com/esg/industria/la-caza-de-brujas-contra-el-greenwashing-da-la-puntilla-a-las-grandes-gestoras/>> [Consulta: julio 2022]

UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME. (2020). *Implications of the COVID-19 Pandemic for Global Sustainable Finance: An Initial Framework for Response Strategies - Working Paper*.  
<<https://wedocs.unep.org/handle/20.500.11822/32465> > [Consulta: mayo 2022]

Unión Europea. Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088 (Texto pertinente a efectos del EEE), 22 de junio de 2022

WHIELDON, E. Y CLARK, R. (2021). “ESG Funds beat out S&P 500 in first year of COVID-19; how one fund shot to the top”. *S&P Global Market Intelligence*.  
<<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/esg-funds-beat-out-s-p-500-in-1st-year-of-covid-19-how-1-fund-shot-to-the-top-63224550>> [Consulta: junio 2022]

WHITE & CASE. *The global ESG regulatory framework toughens up*.  
< <https://www.whitecase.com/insight-alert/global-esg-regulatory-framework-toughens>> [Consulta: julio 2022]

## ANEXO 1 – Tabla de comparación de los cupones devengados por los bonos estudiados y el bono alemán a 10 años

	<i>Bono social ICO</i>	<i>Bono social BBVA</i>	<i>Bono social SURE (10 años)</i>	<i>Bono social SURE (20 años)</i>	<i>Bono verde NextGenerationEU</i>
<i>Fecha de emisión</i>	6 de mayo de 2020	27 de mayo de 2020	20 de octubre de 2020	20 de octubre de 2020	12 de octubre de 2021
<i>Duración</i>	4 años	5 años	10 años	20 años	15 años
<i>Cupón devengado</i>	0,25%	0,75%	0,00%	0,10%	0,40%
<i>Rendimiento del bono alemán a 10 años en el periodo</i>	-0,50%	-0,41%	-0,60%	-0,60%	-0,10%
<i>Diferencial respecto al bono alemán a 10 años</i>	+0,75%	+1,16%	+0,60%	+0,70%	+0,50%
<i>Euribor del periodo</i>	-0,08%	-0,08%	-0,47%	-0,47%	-0,48%

**Tabla 7. Comparativa de los cupones devengados por los bonos estudiados y el bono alemán a 10 años.**  
**Fuente: Elaboración propia.**

## ANEXO 2 - Objetivos de Desarrollo Sostenible

A continuación, exponemos la relación de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU y el presente trabajo, que, versando sobre el mercado de la financiación sostenible, se encuentra estrechamente relacionado.



### ODS 7. Energía asequible y no contaminante

Una organización energética bien estructurada de un país o de una región, repercute en beneficio de toda la sociedad: mundo empresarial, educativo, sanitario, de transportes, deportivo... lo que convierte a este ODS en una herramienta transversal de desarrollo de primera importancia. El proceso de producción y suministro de energía genera alrededor del 60% de las emisiones de gases contaminantes de efecto invernadero, lo que la convierte en uno de los factores más perniciosos para el cambio climático. Muchos bonos verdes van directamente encaminados a incentivar el uso de energías renovables, apartando los combustibles fósiles de la producción energética de manera que primen las fuentes de energía renovables y no contaminantes.

### ODS 8. Trabajo decente y crecimiento económico.

Un puesto de trabajo digno y justamente remunerado es el punto de partida inexcusable para poder comenzar a pensar en la erradicación de la pobreza. En el mundo casi 2.200 millones de personas malviven con menos de dos dólares USA al día; en la base de esta realidad está muchas veces la carencia de un empleo o la existencia de trabajos que escapan a las normas que dictan las leyes, como horarios muy prolongados, remuneraciones fraudulentas y condiciones de insalubridad. La OIT corrobora que la cifra de desempleados

hace siete años, en 2015, superaba los 204 millones de personas en el mundo. Urge cambiar esta situación para rebajar las desigualdades sociales.

Las inversiones comprometidas con este ODS son los bonos sociales. Sus fondos se utilizan para implementar políticas empresariales que ayuden a dignificar las condiciones laborales y a atender muy especialmente, a dos sectores de la población, las mujeres y los desempleados de larga duración; grupos que por sus adversas circunstancias encuentran muchas dificultades en el mercado laboral. El ritmo actual de crecimiento de la población mundial, determina el número de personas que cada año entran en edad laboral, es necesario crear 30 millones de puestos de trabajo al año para emplear dicha población.

### ODS 10. Reducir las desigualdades en y entre países.

La desigualdad, tanto la interior, entre los distintos grupos sociales de un país, y la exterior, entre distintos países, es una brecha en la que la ONU se ha propuesto trabajar. Aunque en algunas zonas del planeta se atisban algunos cambios positivos en ese sentido, la realidad es que la situación se agrava año a año, sobre todo en los muchos países con débiles sistemas de educación y sanitarios. Varios son los sectores de población que sufren esta situación; las mujeres y las niñas por su difícil acceso a la formación y al trabajo digno, y los ancianos, discapacitados, refugiados y migrantes por su extrema vulnerabilidad y absoluta dependencia. El COVID-19 ha acentuado gravemente esta situación al verse obligados los poderes públicos a centrar sus esfuerzos en la crisis sanitaria.

Muchas de las inversiones sociales están comprometidas con este objetivo; trabajan fundamentalmente en tres líneas; formación especializada para mujeres de manera que puedan acceder a puestos de trabajo cualificados y remunerados de forma justa, extensión de la educación de la infancia en los países menos desarrollados y, finalmente, programas de inserción para inmigrantes de modo que puedan integrarse en el proceso productivo de sus países de acogida. El modelo de acceso al trabajo por el que las empresas apuesten, se traducirá en una defensa del empleo y erradicación de las desigualdades, especialmente las de género.

### ODS 11. Ciudades y comunidades sostenibles.

Desde 2007 el porcentaje de población urbana mundial superó la población rural; se prevé que en 2030 seis de cada diez personas vivan en ciudades, a pesar de que estas representan en superficie, sólo, un 2% de las tierras emergidas. Al ser las ciudades el entorno en el que el crecimiento económico es más importante y, por ello, el que ofrece mayores posibilidades de trabajo,



los demógrafos calculan que estas cifras seguirán subiendo a no ser que se tomen medidas que desaceleren esta tendencia. Las aglomeraciones y el hacinamiento en los que se traduce esta realidad, generan barrios marginales en los que predominan condiciones insalubres de vida con el consiguiente deterioro social y sanitario.

Algunos bonos verdes y sostenibles tienen entre sus objetivos reducir paulatinamente esta situación a través de varias iniciativas: construcción de redes eficientes de alcantarillado para la salida de residuos y aguas insalubres, plantas depuradoras de tratamiento de tales residuos, vías de comunicación modernas que permitan la llegada a tales zonas de los suministros necesarios, y transporte limpio.

### ODS 13. Acción por el clima.

El cambio climático, que se acelera a un ritmo mucho más rápido de lo esperado, es el gran reto de la humanidad. Urge dar respuestas eficientes y globales para no llegar a un punto de no retorno. Las temperaturas absolutas y medias suben año tras año; este cambio es más evidente para nosotros en verano, pero sucede en todas las estaciones. La subida del nivel del mar, los glaciares en proceso de desaparición y los fenómenos extremos como sequías, tsunamis o inundaciones, son sólo algunas de las consecuencias de la falta de respeto del hombre hacia el planeta. No sólo se han de reducir drásticamente las emisiones de gases contaminantes, sino realizar capturas directas de CO<sub>2</sub> para llegar a la huella de carbono cero (emitir la misma cantidad de dióxido de carbono que la que se retira) en 2050. Los acuerdos alcanzados por la Conferencia de París de 2015, firmados por 195 países, conforman la hoja de ruta imprescindible en este objetivo.

Las inversiones sostenibles y bonos verdes, dirigen sus esfuerzos a la reducción drástica del uso de combustibles fósiles tanto en el transporte como en la industria. La investigación para conseguir procesos industriales limpios y la ayuda a particulares para renovar sus vehículos, son dos de las vías para llegar a una economía circular y verde.

BBVA – Banco Bilbao Vizcaya Argentaria.

BEI – Banco Europeo de Inversiones.

BNP – Bank Nationale de Paris.

BNY Mellon – Bank New York Mellon.

BOE – Boletín Oficial del Estado.

CSRD – Corporate Sustainability Reporting Directive (Directiva sobre la divulgación de información empresarial sobre sostenibilidad, de la UE).

DBRS – Dominion Bond Rating Service, agencia de calificación crediticia.

DOL – Department of Labour (Departamento de Trabajo de los Estados Unidos).

ERTE – Expediente de Regulación Temporal de Empleo.

ESG – Environmental, Social and Governance (Ambiental, Social y de Gobierno Corporativo, siglas utilizadas para clasificar todo aquel elemento que presta atención estos criterios).

ESMA – European Securities and Markets Authority (Autoridad Europea de Valores y Mercados).

EuGB – Europe Green Bond (Bono Verde Europeo, según las normas definidas por la Taxonomía Europea)

GPB – Green Bond Principles (Principios de los Bonos Verdes, de la ICMA).

G7 – Foro político formado por Alemania, Estados Unidos, Canadá, Italia, Francia, Reino Unido y Japón).

HSBC – Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited.

ICO – Instituto de Crédito Oficial español.

IPCC – Intergovernmental Panel on Climate Change (Panel Intergubernamental del Cambio Climático).

IPSF – International Platform on Sustainable Finance (Plataforma Internacional de Finanzas Sostenibles).

KPI – Key Performance Indicator (Indicador Clave de Desempeño).

MRR – Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, de la Unión Europea.

ODS – Objetivos de Desarrollo Sostenible de la Organización de Naciones Unidas.

OFISO – Observatorio Español de la Financiación Sostenible.

OIT – Organización Internacional de Trabajo.

ONU – Organización de Naciones Unidas.

Pymes – Pequeñas y medianas empresas.

SEC – Securities and Exchanges Commission (Comisión de Bolsas y Valores de Estados Unidos)

SBG – Sustainability Bond Guidelines (Guía de los Bonos Sostenibles, de la ICMA).

SBP – Social Bond Principles (Principios de los Bonos Sociales, de la ICMA).

SFDR – Sustainable Finance Disclosure Regulation (Reglamento de divulgación en materia de finanzas sostenibles, de la UE).

SLBP – Sustainability Linked Bond Principles (Principios de los Bonos Ligados a la Sostenibilidad, de la ICMA).

SURE – Support mitigating Unemployment Risks in Emergency (Instrumento de apoyo temporal para mitigar los riesgos de desempleo en una emergencia, Programa Europeo).

S&P – Standard & Poor's, agencia de calificación de riesgos de Estados Unidos.

UE – Unión Europea.

UNEP – United Nations Environment Programme (Programa de las Naciones Unidas para el medio ambiente).

ICMA – International Capital Market Association (Asociación Internacional del Mercado de Capitales).

