



**TÍTULO: Pagares sostenibles**

**Autor: Jesús Fernández Muñoz**

**Tutora: Dra. Marta M. de la Cuesta González**

**Fecha: junio 2022**



**Máster Interuniversitario en Sostenibilidad y Responsabilidad Social Corporativa**

**UNED – UNIVERSIDAD JAUME I DE CASTELLÓN**

**TRABAJO FIN DE MÁSTER: PAGARÉS SOSTENIBLES**

*“La sostenibilidad, garantizar el futuro de la vida en la tierra, es un juego infinito, una expresión sinfín de generosidad en nombre de todos”.*

Paul Hawken, emprendedor, autor y activista medioambiental.

### **Resumen**

Este trabajo analiza el desarrollo reciente de los pagarés sostenibles y los factores que están contribuyendo a su crecimiento, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda. Se examinan en él distintos tipos de estructuras, y los pasos que se están dando para contribuir a la estandarización de esta clase de activos. El informe aborda asimismo ciertas particularidades de este tipo de papel, como la medición del impacto a corto plazo y la comparación de los volúmenes de emisión con los de los bonos temáticos. Por último, profundiza en medidas que podrían ayudar a un crecimiento continuado del mercado.

### **Palabras clave**

Criterios ASG, deuda sostenible, pagarés sostenibles, marco de emisión, fondos del mercado monetario.



## Índice

1. Introducción .....	5
1.1 Presentación .....	5
1.2 Objetivos del trabajo: justificación y problemática .....	7
1.3 Estructura del trabajo.....	8
2. Los pagarés sostenibles: descripción y características. ....	8
2.1 Concepto y proceso de emisión.....	8
2.2 El mercado ECP vs. los mercados nacionales.....	10
2.3 Crecimiento del mercado de pagarés sostenibles.....	11
2.4 Estándares aplicables, usos de fondos, indicadores e incentivos .....	17
2.4.1 Pagarés verdes.....	17
2.4.2 Pagarés sociales.....	21
2.4.3 Pagarés sostenibles .....	23
2.4.4 Pagarés vinculados a la sostenibilidad.....	25
2.4.5 Pagarés vinculados a calificaciones ASG .....	27
3. El desarrollo del mercado.....	29
3.1. Análisis de la oferta y la demanda .....	29
3.2. Cuantificación del volumen y del impacto .....	30
3.3. ¿Cómo llevar el mercado a escala?.....	32
4. Conclusiones .....	33
5. Glosario de Siglas.....	34
6. Referencias bibliográficas .....	35

## 1. Introducció

### 1.1 Presentació

Force for Good (2021) estima que la consecució de los ODS requerirá entre 116 y 142 billones de dólares. Según esta organizació, “el déficit de financiación de entre 84 y 101 billones de dólares representa aparentemente un obstáculo insalvable”, y se ha visto acentuado por las necesidades de protecció social para la població más vulnerable afectada por la pandemia de COVID-19. Su informe de 2021 indica que esta cantidad representa cerca del 10% del PIB mundial anualmente hasta 2030 y que, si a este déficit se añaden los costes de la transición energética al horizonte 2050, el total ascendería a una cantidad entre 200 y 220 billones de dólares. Estas cifras no recogen todavía el impacto de la guerra en Ucrania, que el último Informe para el Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas (2022) menciona ya de manera cualitativa.

El citado informe de Force for Good concluye que el sector financiero representa una pieza clave en este sentido, dado que controla, en mayor o menor medida, cerca del 85% de los activos líquidos globales, un porcentaje que se traduce en unos 350 billones de dólares.

En este contexto, los bonos verdes, sociales, sostenibles y vinculados a la sostenibilidad están experimentando un crecimiento cada vez mayor, habiendo pasado la barrera del billón de dólares en 2021, frente a un volumen de emisión de 606 millardos de dólares en 2020 y 316 millardos de dólares en 2019 (Lester, 2022). Según IFR (2018), ya en 2018 se comenzó a observar una mayor diversificació de instrumentos en esta área, incluyendo un número creciente de préstamos verdes y las primeras emisiones de pagarés verdes por parte de la inmobiliaria sueca Vasakronan (2018), que unos años antes fue una de las empresas no financieras pioneras en la emisión de bonos verdes (Lucas Chinchilla, 2019), y del banco holandés Rabobank (2018). Al ser este un mercado más incipiente, los datos sobre el mismo son por ahora limitados. La agencia de calificació Fitch (2021) identificó, a finales del primer semestre de 2021, 15 programas de pagarés con componentes ASG, con un tamaño total de 38 millardos de euros. Esto se refiere sin embargo al límite superior de emisión bajo dichos programas,

sin dar necesariamente una idea del volumen de emisión bajo los mismos, y ha crecido considerablemente desde entonces. Por otro lado, van Dyck (2022) estimó que el volumen de pagarés sostenibles representaba aproximadamente el 12% del volumen de emisión de ECP por parte de las empresas no financieras, siendo este último de 11 millardos de euros. En España, OFISO (2022) ha publicado por primera vez el dato de la contribución de los pagarés al volumen total de financiación sostenible, representando dichos instrumentos el 12% del total de la deuda sostenible emitida en nuestro país en 2021.

A diferencia de los bonos, no existe a la fecha un estándar de ICMA o de otro organismo para la emisión de pagarés sostenibles. Si bien ICMA ha constituido un grupo de trabajo en torno a los pagarés verdes (ICMA, 2021a), no todas las emisiones son verdes y por el momento se están aplicando los estándares del tipo de bono correspondiente y, en ocasiones, los de los préstamos verdes de la LMA en el caso de pagarés verdes. Así, varios emisores han incluido desde un principio los pagarés sostenibles en sus marcos de emisión previamente existentes, o los han modificado para incluir emisiones de corto plazo bajo los mismos. En cuanto al tipo de emisores, si bien en el caso de los bonos verdes, sociales y sostenibles los bancos multilaterales de desarrollo desempeñaron un papel importante en el estadio inicial del mercado, en el caso de los pagarés sostenibles los emisores han sido predominantemente empresas no financieras y, en menor medida, bancos y algunos vehículos de emisión de pagarés respaldados por activos.

Por ahora se observan tres tipos principales de estructuras en este mercado: (i) aquellas con un uso de fondos específico, en el que predominan los pagarés verdes por número de emisiones, (ii) los pagarés vinculados a la sostenibilidad, y (iii) los pagarés vinculados a una calificación de sostenibilidad del emisor. Dado el corto plazo de este tipo de emisiones (desde unos pocos días hasta un máximo de dos años), la medición del impacto y la inclusión de una bonificación o castigo ligado al cumplimiento o no de uno o más indicadores, o a un cambio de la calificación ambiental del emisor, no están exentas de dificultades. Sin embargo, estas emisiones presentan también una serie de ventajas. En el caso de los programas con un uso de fondos específico, permiten por ejemplo ir financiando una cartera de proyectos relacionada con el uso de fondos hasta alcanzar una masa crítica para refinanciarlos a largo plazo con un bono del mismo tipo, un principio en cierto modo similar al de las líneas de almacenamiento (*warehouse facilities*) empleadas en algunas estructuras de titulización. Esto ayudaría a evitar que



parte de los fondos quedaran sin afectar durante un periodo que por lo general va hasta dos años tras la emisión del bono. Por otro lado, en algunos programas, además de proyectos de inversión concretos, se permite la financiación de gastos de explotación correspondientes a actividades ligadas al uso de fondos.

Por el lado de los inversores en pagarés en el mercado europeo, Hill (2021) señala que son fundamentalmente institucionales, incluyendo compañías de seguros, fondos de pensiones, entidades y agencias soberanas y empresas no financieras. La inversión puede ser tanto directa como indirecta, en este último caso sea mediante una cuenta de inversión separada con un gestor de activos, sea a través de fondos del mercado monetario. Este tipo de instrumento proporciona una alternativa con componente ASG para la gestión de la liquidez y de la tesorería de las empresas. Según la encuesta llevada a cabo por Economist Impact (2021) entre tesoreros de empresa en el cuarto trimestre de dicho año, un 36% de los encuestados respondieron que los requisitos crecientes en materia de ASG fue la principal tendencia que impactó a las Tesorerías, comparado con 21% en el primer trimestre.

## **1.2 Objetivos del trabajo: justificación y problemática**

Los pagarés sostenibles representan un nuevo tipo de instrumento dentro del ámbito de las finanzas sostenibles. Para el emisor, puede complementar el uso de los bonos temáticos para financiar proyectos elegibles, proporcionando además una alternativa con componente ASG para la financiación del circulante. Para el inversor, proporciona una alternativa para la gestión de la liquidez, contribuyendo a la difusión de los ODS. Desde su aparición en 2018 han ido creciendo en importancia, pero su peso relativo dentro de los mercados de pagarés sigue siendo reducido. Su difusión se ha producido inicialmente gracias a empresas no financieras. En la mayoría de los casos, estas emisiones se han producido en países con mercados de capitales avanzados, o con emisores experimentados en el ámbito de la renta fija. Esta difusión todavía reducida en el mercado también impacta en el entendimiento de cuáles son las ventajas reales para el emisor del uso de un pagaré sostenible, y de cómo podrían ser más utilizados por emisores financieros y soberanos. Este análisis se encuadra en las recomendaciones hechas por ICMA para el desarrollo del mercado de pagarés en Europa, que comprende, además del mercado ECP, una serie de mercados nacionales



en determinados países, estando por tanto más fragmentado que el de la renta fija a medio y largo plazo.

La contribución de este trabajo se centra en describir el estado actual del mercado de los pagarés sostenibles y sus principales características. Su enfoque es académico, como planteamiento inicial a una futura publicación centrada en este tipo de activos y las ventajas tanto para el emisor como para el inversor frente a la de un pagaré tradicional. Analiza el desarrollo del mercado en su fase inicial, tratando de buscar mejores prácticas y recomendaciones para llevar a escala el mercado.

### **1.3 Estructura del trabajo**

Este estudio profundiza en el mundo de la Financiación Sostenible a través de los pagarés sostenibles. Partiendo de una descripción de los pagarés, sus características, su procedimiento de emisión y los actores que intervienen en el mismo, se analizan el mercado ECP y los principales mercados nacionales en Europa, para comprender el entorno en el que se emite este tipo de papel. Posteriormente, a la luz de un análisis detallado de una muestra de emisiones, se extraen conclusiones sobre las diferentes tipologías de pagarés sostenibles y su mecánica.

En el siguiente bloque se analizan los factores que contribuyen a la oferta y a la demanda de pagarés sostenibles, y de las dificultades que plantea la medición de su impacto y la comparación de los volúmenes de emisión con los de los bonos temáticos, dados los cortos plazos de este tipo de emisiones. Tras este análisis, se examinan algunas iniciativas, como la del NEU CP francés, orientadas a promover la estandarización de las emisiones a medida que el mercado crece, para extraer mejores prácticas y recomendaciones para el desarrollo del mercado.

## **2. Los pagarés sostenibles: descripción y características.**

### **2.1 Concepto y proceso de emisión.**

El FMI (2013) define el papel comercial (el término genérico utilizado en los mercados internacionales para este tipo de instrumentos) como “una promesa de pago sin garantías de un cierto importe en una fecha de vencimiento definida, emitida al

portador”. El papel comercial es un instrumento de corto plazo, con vencimientos comprendidos entre uno y 365 días, y emitido a descuento. En el caso de España, la CNMV (n.d.) tiene una definición muy similar para el caso de los pagarés, aunque admite un plazo de hasta 25 meses. Este organismo define este tipo de instrumento como “valores cupón cero emitidos al descuento, por lo que su rentabilidad se obtiene por diferencia entre el precio de compra y el valor nominal del pagaré que se recibe en la fecha de amortización. Son a corto plazo, y existen vencimientos entre 7 días y 25 meses, [...] aunque los plazos más frecuentes son de uno, tres, seis, doce y hasta 18 meses”. Por lo general, estos valores se emiten bajo un programa regulado por un folleto de emisión (Hill, 2021).

Siguiendo a Hill (2021), podemos distinguir en el mercado europeo cuatro tipos diferentes de emisores: (i) instituciones financieras, incluyendo bancos, (ii) emisores soberanos y agencias supranacionales, (iii) empresas no financieras y (iv) vehículos de pagarés respaldados por activos. En cuanto a los inversores, al tratarse de un mercado mayorista con emisiones de volúmenes y denominaciones unitarias elevados, suelen ser por lo general institucionales. Los inversores pueden adquirir estos instrumentos bien directamente, o bien indirectamente a través de fondos del mercado monetario. Darpeix (2022) muestra cómo estos últimos son los principales inversores en este tipo de activos en Europa, mientras que en el mercado estadounidense de papel comercial solo representan el 20% según Hill, reflejo del mayor grado de desarrollo de dicho mercado. Este autor destaca también cómo los intermediarios (por lo general bancos comerciales o de inversión) son un actor importante en este mercado, adquiriendo por lo general las emisiones en sus libros y distribuyéndolas después a su base de inversores, ganando un pequeño margen de intermediación en el proceso. Además de una fuente de información, los intermediarios pueden ser también una fuente de liquidez, recomprando papel a los inversores, aunque por lo general los volúmenes de negociación son bajos.

Kacperczyk y Schnabl (2010) afirman que los pagarés permiten a los emisores financiar sus necesidades de circulante de manera flexible y a precios atractivos. Para los inversores, a su vez, este tipo de instrumentos ofrecen un diferencial respecto a las letras del Tesoro, con un riesgo acotado. Sin embargo, los pagarés no están exentos de riesgos. Los volúmenes de negociación son limitados dado que, al tratarse de inversiones a corto plazo, los inversores suelen mantenerlos en sus libros hasta su vencimiento. Por lo general los inversores continúan comprando nuevas emisiones de

pagarés a medida que van venciendo las existentes, salvo en caso de dislocación severa de estos mercados, como durante la crisis financiera de 2007-2009, o al inicio de la pandemia de COVID-19. Ante esta eventualidad, varios emisores optan por lo que se conoce como una línea de reserva (*backstop facility*) por parte de un banco o consorcio de bancos que cubra el importe máximo bajo el programa de pagarés como medida de seguridad, requiriéndose también en ocasiones intervenciones por parte de las autoridades para normalizar la situación en los mercados en estos casos.

Los pagarés respaldados por activos son la versión a corto plazo de la titulización de activos, y se emiten por lo general por vehículos del grupo bancario que patrocina el programa correspondiente. Tras la crisis de 2008, este tipo de emisiones suele estar completamente respaldado por una línea de liquidez. A diferencia de las titulizaciones a mediano y largo plazo, en las que los flujos de los activos se usan para repagar los pasivos, en este caso los pasivos se van refinanciando mediante nuevas emisiones de pagarés. En el caso de que no se puedan emitir nuevos pagarés, se dispone de la línea de liquidez, la cual se repagará a partir de los flujos de la cartera de activos subyacente y/o las eventuales mejoras crediticias presentes en la operación.

## 2.2 El mercado ECP vs. los mercados nacionales

En Europa, donde se han registrado la mayor parte de las emisiones de pagarés sostenibles, no existen un mercado único para este tipo de papel, sino que está más bien fragmentado, distinguiéndose, según Hill (2021) entre el mercado ECP (internacional y multi-moneda, tradicionalmente centrado en Londres) y los mercados nacionales de diferentes países, siendo el más prominente de estos el NEU CP francés (tradicionalmente centrado en París). En el caso español, las empresas pueden emitir pagarés tanto en el mercado AIAF (generalmente grandes compañías) como en el MARF (dirigido a pequeñas y medianas empresas). Si bien los emisores soberanos generalmente utilizan el mercado de Letras del Tesoro para la deuda a corto plazo, también han emitido papel comercial en los mercados anteriormente referenciados (Darpeix, 2022). Este mismo autor hace también referencia a la etiqueta STEP, creada en 2006 por dos asociaciones (ACI-Asociación del Mercado Financiero y la Federación Bancaria Europea) con el objetivo de promover la estandarización del mercado (Hill, 2021). Un año más tarde, STEP pasó a ser “aceptada como un mercado no regulado para propósitos de colateral en las operaciones de crédito del Euromercado” (BCE,



2007, citado en Darpeix, 2022). Dicha etiqueta se puede solicitar para emisiones de ECP o en los mercados nacionales, siendo obligatorio proveer información al BCE/SEBC, que publica estadísticas de rendimientos y volúmenes.

Esta fragmentación del mercado tiene un impacto negativo en la transparencia de este tipo de papel, según Hill (2021). Algunos bancos centrales, como los de Francia e Inglaterra, publican información sobre el NEU CP y el mercado inglés de CP, (integrado en el mercado ECP), respectivamente, y el BCE y el Instituto del Mercado Monetario Europeo sobre el papel comercial con la etiqueta STEP, existiendo además fuentes comerciales de datos que proporcionan una visión más holística del mercado. Dado lo anterior, resulta difícil tanto para los emisores como para las autoridades tener una imagen clara y definitiva del tamaño del mercado europeo.

### **2.3 Crecimiento del mercado de pagarés sostenibles**

A continuación, se analiza la evolución de este mercado a partir de una muestra de 39 marcos, programas o emisiones de pagarés sostenibles desde los inicios de este mercado en 2018 hasta el primer trimestre de 2022, recogida en la Tabla 1. Estas emisiones han tenido lugar fundamentalmente en mercados europeos, en los que se ha registrado la mayor actividad, si bien, para enriquecer la comparación, se han incluido un número limitado de emisiones en Estados Unidos, Chile y Taiwán.

Rabobank fue el pionero en incorporar un ángulo ASG a su programa de pagarés, al ver que no había una oferta de este tipo de productos en los mercados de corto plazo, y capitalizando en su experiencia de pionero en otros activos como los préstamos y bonos verdes y los bonos sociales (Rabobank, 2018). En agosto de 2018 salió a mercado con un programa llamado ESG Leader, que toma su nombre de la categoría en que la agencia Sustainalytics clasifica al 5% de sus emisores con la mejor calificación ambiental en cada industria. El banco holandés se decantó por esta opción al considerar que el corto plazo de estas emisiones las hacía incompatibles con dedicarlas a un uso de fondos específico, como en el caso de los principios de ICMA para bonos verdes, sociales y sostenibles, resultando en un esfuerzo informativo y de gestión de la cartera de productos subyacentes muy elevados. En su lugar, al apoyarse en su elevada calificación de ASG, Rabobank consideró que podía ofrecer así una alternativa de inversión socialmente responsable a corto plazo. La primera emisión fue



por 1.200 millones de euros, y el máximo del programa de 5.000 millones de euros. Si bien el programa fue muy bien recibido por los inversores, no estuvo exento de críticas. Riemersma y van Gelder (2018) consideran que, al margen de la etiqueta ESG Leader, no hay ninguna diferencia significativa entre los pagarés convencionales de Rabobank y los emitidos bajo este programa, pudiendo el banco utilizar los fondos obtenidos de la misma manera en ambos casos, sin informar a los emisores.

Aproximadamente un mes después, el promotor inmobiliario sueco Vasakronan llevó a cabo la primera emisión de pagarés verdes siguiendo los principios de los bonos verdes, admitidos a cotización en un nuevo segmento de pagarés verdes del mercado Nasdaq de Estocolmo (Vasakronan, 2018). Esta empresa había ya popularizado los arrendamientos verdes en 2010 y había sido la primera empresa no financiera en emitir un bono verde (Lucas Chinchilla, 2019). Después esta emisión, y tras haber negociado diversos préstamos verdes, quiso complementar sus esfuerzos en esta área con la emisión de pagarés verdes, llevando a cabo 3 emisiones diversas por un valor total cercano a 60 millones de euros en setiembre de 2018. Antes de las mismas, había revisado y expandido su marco de emisión de bonos verdes, recibiendo una calificación de verde oscuro por parte de Cicero, la más alta de las otorgadas por esta calificadora.

En 2019 se observa una actividad todavía limitada, con las inmobiliarias suecas Faberge y Diös siguiendo la tendencia marcada por Vasakronan con programas de emisión de pagarés verdes en el mercado doméstico, el establecimiento de un marco de emisión por la operadora de centros comerciales finlandesa Citycon, incluyendo pagarés verdes (Citycon, 2019), y la primera emisión en el mercado doméstico portugués por parte The Navigator Company, una de las principales empresas de este país y de las principales papeleras a nivel mundial. En este último caso, como hiciera el año anterior Rabobank, la emisión estaba ligada a la calificación ASG otorgada por Sustainalytics al emisor, pudiendo llegar a mejorar la tasa de interés de aumentar esta calificación (Furió, 2019).

**Tabla 1: Muestra de Programas o Emisiones de Papel Comercial Sostenible para el análisis.**

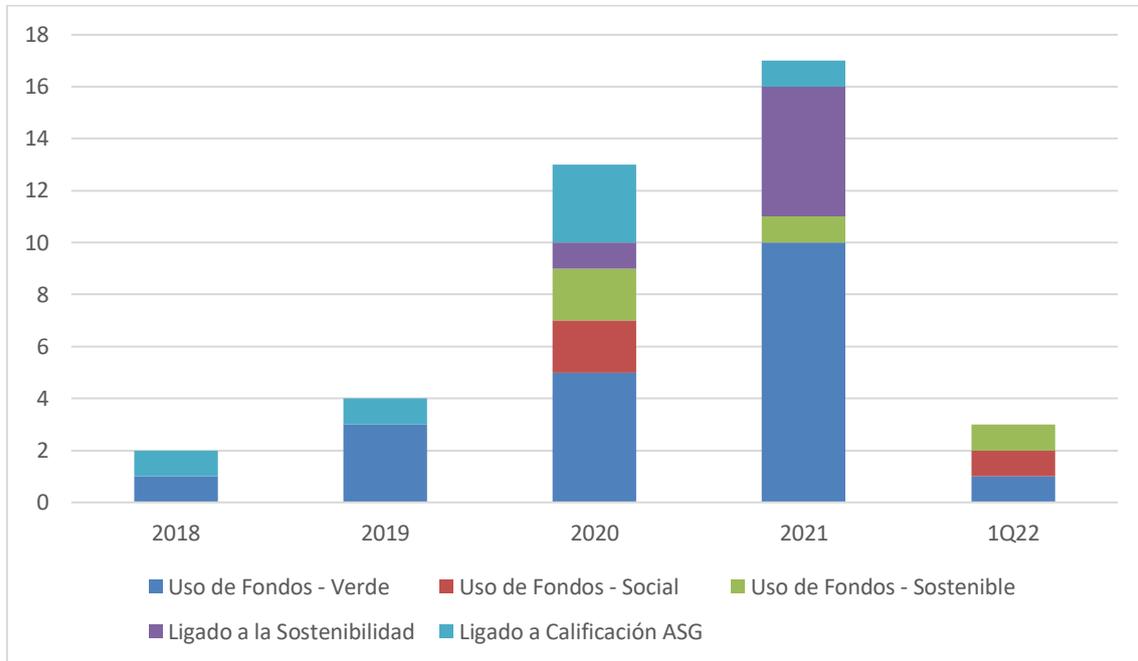
Emisor	País	Tipo	Moneda	Importe (millones)	Tipo	Creación /emisión
Acoss	Francia	Uso de Fondos - Social	EUR	70000	Programa	28-mar-22
Crédit Mutuel Arkéa	Francia	Uso de Fondos - Sostenible	EUR	4000	Programa	1-mar-22
EiDF	España	Uso de Fondos - Verde	EUR	25	Programa	1-feb-22
Opdenergy	España	Uso de Fondos - Verde	EUR	100	Programa	29-dic-21
Corticeira Amorim	Portugal	Uso de Fondos - Verde	EUR	11.6	Programa	20-dic-21
El Corte Inglés	España	Vinculado a la Sostenibilidad	EUR	1200	Programa	13-dic-21
Cofinimmo	Bélgica	Uso de Fondos - Sostenible	EUR	1250	Programa	7-dic-21
Atlantic LLC	EE.UU.	Uso de Fondos - Verde	USD	N/A	Operación	18-oct-21
Greenalia	España	Uso de Fondos - Verde	EUR	100	Programa	12-oct-21
SNCF	Francia	Uso de Fondos - Verde	EUR	50	Operación	19-oct-21
Grenergy Renovables	España	Uso de Fondos - Verde	EUR	100	Programa	29-sep-21
Hannon Armstrong	EE.UU.	Uso de Fondos - Verde	USD	100	Programa	27-sep-21
SDMS	Taiwan	Uso de Fondos - Verde	TWD	5000 <sup>1</sup>	Garantía	9-ago-21
Corticeira Amorim	Portugal	Vinculado a la Sostenibilidad	EUR	20	Programa	5-ago-21
Terna	Italia	Vinculado a Calificación ASG	EUR	1000	Programa	16-jul-21
Alliander	Holanda	Uso de Fondos - Verde	EUR	1500	Programa	15-jul-21
Endesa	España	Vinculado a la Sostenibilidad	EUR	4000	Programa	7-may-21
Iberdrola	España	Vinculado a la Sostenibilidad	EUR	5000	Programa	15-abr-21
Pikolin	España	Vinculado a la Sostenibilidad	EUR	50	Programa	13-abr-21
BayernLB	Alemania	Uso de Fondos - Verde	EUR	N/A	Programa	31-ene-21
Fondo Esperanza	Chile	Uso de Fondos - Social	CUF	0.5	Operación	23-dic-20
BID Invest	Supranacional	Uso de Fondos - Sostenible	USD	3000	Programa	22-dic-20
NOS	Portugal	Vinculado a Calificación ASG	EUR	100	Programa	16-dic-20
Snam	Italia	Vinculado a Calificación ASG	EUR	2500	Programa	25-nov-20

<sup>1</sup> Importe total del paquete financiero ofrecido a la compañía, incluyendo una línea de avales además de la garantía del papel comercial.

Emisor	País	Tipo	Moneda	Importe (millones)	Tipo	Creación /emisión
LMA	Francia	Uso de Fondos - Verde	EUR	25	Operación	19-oct-20
Lafarge Holcim Ltd	Suiza	Vinculado a Calificación ASG	EUR	3000	Programa	27-sep-20
Rabobank	Holanda	Uso de Fondos - Sostenible	EUR	N.D.	Marco	17-sep-20
La Fayette Asset Securitisation	EE.UU.	Uso de Fondos - Verde	USD	25	Operación	7-jul-20
Munchener Hypothekenbank eG	Alemania	Uso de Fondos - Verde	EUR	5000	Programa	26-jun-20
Daimler-Benz	Alemania	Uso de Fondos - Verde	EUR	N.D.	Marco	18-jun-20
Enel S.p.A	Italia	Vinculado a la Sostenibilidad	EUR	6000	Programa	4-may-20
Getinge	Suecia	Uso de Fondos - Social	SEK	1000	Operación	17-abr-20
Alpine Securitization	Suiza	Uso de Fondos - Verde	USD	300	Programa	23-ene-20
Citycon	Finlandia	Uso de Fondos - Verde	EUR	N.D.	Marco	5-nov-19
Diös	Suecia	Uso de Fondos - Verde	SEK	3500	Programa	24-sep-19
Fabege AB	Suecia	Uso de Fondos - Verde	SEK	5000	Programa	12-jun-19
The Navigator Company	Portugal	Vinculado a Calificación ASG	EUR	65	Operación	11-feb-19
Vasakronan	Suecia	Uso de Fondos - Verde	SEK	25000	Programa	18-sep-18
Rabobank	Holanda	Vinculado a Calificación ASG	EUR	5000	Programa	25-jul-18

*Fuente: elaboración propia a partir de Beguin (n.d.), Fitch (2021), OFISO (2022) e información individual de las emisiones no recogidas en las fuentes anteriores.*

Gráfico 1: Evolución del número de programas / operaciones de papel comercial sostenible desde 2018.



Fuente: elaboración propia a partir de la Tabla 1

Es a partir de 2020 cuando se empieza a apreciar un crecimiento más pronunciado del mercado, multiplicándose el número de programas/operaciones de emisión por tres, y ello a pesar de la dislocación experimentada en los mercados de pagarés tras la incertidumbre causada por la pandemia de COVID-19 en marzo y abril de dicho año (Hill, 2021). De las emisiones con uso de fondos verde, cabe destacar que tres de las cinco corresponden a pagarés respaldados por activos, por parte de vehículos de emisión de Crédit Agricole CIB (Lafayette y LMA) y de Crédit Suisse (Alpine Securitization) (Crédit Agricole, n.d., 2020; Crédit Suisse, 2020). Por otro lado, tuvo lugar la primera emisión con uso de fondos verde por parte de un banco. El alemán Münchener Hypothekbank emitió pagarés verdes como financiamiento puente hasta que la cartera de hipotecas verde pasara a formar parte de la cartera de respaldo de las cédulas hipotecarias verdes, y para complementar dichas cédulas, dado que en dicha cartera de respaldo sólo se puede incluir la parte de los préstamos que representen hasta un máximo del 60% del valor de tasación de la propiedad correspondiente (Münchener Hypothekbank, 2019). También en este año se aprecia una mayor diversificación en los tipos de emisiones, observándose dos de ellas con uso de fondos social: una por el fabricante de equipos médicos sueco Getinge (Sustainalytics, 2021),



para financiar el incremento de la producción de respiradores para el tratamiento del COVID-19, y otra por la filial chilena de la Fundación BBVA para las Microfinanzas, Fondo Esperanza, para financiar su actividad de microcrédito, en una operación estructurada y suscrita por la CFI del Grupo Banco Mundial (CFI, n.d.). A su vez, BID Invest, la entidad del grupo BID que opera con el sector privado, y Rabobank publicaron sus marcos de emisión de deuda sostenible, que incluían la posibilidad de emitir papel comercial del mismo tipo, sin que haya llevado a cabo ninguna emisión de este tipo hasta la fecha (BID Invest, 2021; Rabobank, 2021). Además, en este año vio la luz la primera emisión de papel comercial ligado a la sostenibilidad que fue llevado a cabo por la italiana ENEL, como en el caso del primer bono del mismo tipo en 2019, con un indicador ligado a la capacidad instalada total de energías renovables de la compañía (ENEL, n.d. a). Por último, se registraron tres programas de pagarés vinculados a la calificación ASG del emisor, por parte de la compañía de materiales de construcción Lafarge Holcim, la empresa energética italiana SNAM, y la empresa portuguesa de telecomunicaciones NOS (BBVA, 2020; Onbrane, 2022).

El crecimiento continuó durante 2021, en particular en el caso del uso de fondos verde, que representó más del 50% de los 17 programas / operaciones de dicho año. Ante la preponderancia de este tipo de emisiones, no es de extrañar que ICMA constituyera el año pasado un grupo de trabajo para la elaboración de unos criterios específicos para la emisión de pagarés verdes (ICMA, 2021). No se registraron emisiones de pagarés sociales, pero sí una de pagarés sostenibles por parte de la inmobiliaria belga Cofinimmo, para financiar edificios verdes y, por la parte social, edificios relacionados con la salud (Cofinimmo, 2021). La actividad del año se complementó con cinco emisiones ligadas a la sostenibilidad en la península ibérica, de las cuales cuatro en España (por parte de Iberdrola, Endesa, Pikolín y El Corte Inglés) (Onbrane, 2022; Pikolín, 2021; El Corte Inglés, 2021) y la quinta en Portugal por Corticeira Amorim (2021b), la mayor procesadora de corcho del mundo, que también llevó a cabo una emisión de pagarés verdes durante el año (Corticeira Amorim, 2021a). Finalmente, la italiana Terna registró un programa ligado a la calificación de ASG de la compañía (Terna, 2021).

En el primer trimestre de 2022 se observan tres programas, cada uno de ellos con un uso de fondos diferente: una verde por parte de la empresa de renovables española EiDF (MARF, 2022), una social por parte de ACOSS en Francia (URSSAF,

2022) y uno sostenible por parte del banco francés Crédit Mutuel – Arkéa (2022a), el primero del país en emitir este tipo de papel.

## 2.4 Estándares aplicables, usos de fondos, indicadores e incentivos

En este apartado se analizan, según el tipo de emisiones, los estándares aplicables y la mecánica de estas. Al igual que en el caso de los bonos temáticos, las emisiones de pagarés están sujetas a la regulación general aplicable en cada jurisdicción para las emisiones del mercado de capitales, mientras que el uso de fondos y la gestión de los mismos se rige más bien por una serie de estándares voluntarios, como los principios de ICMA, LMA o CBI. Estos principios, en general, “son un conjunto de marcos voluntarios con una visión y misión de promover el papel que los mercados de capitales globales pueden desempeñar en la financiación del progreso hacia la sostenibilidad ambiental y social” (ICMA, 2021b).

**Tabla 2: Componentes de los Principios de ICMA**

Uso de fondos Verde, Social o Sostenible	Bonos Vinculados a la Sostenibilidad
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Uso de fondos</li> <li>• Proceso para la selección y evaluación de proyectos</li> <li>• Gestión de los fondos</li> <li>• Informes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Selección de los indicadores</li> <li>• Calibración de los objetivos de sostenibilidad</li> <li>• Características del Bono</li> <li>• Informes</li> <li>• Verificación</li> </ul>

*Fuente: ICMA (2021b)*

### 2.4.1 Pagarés verdes

En línea con los bonos del mismo tipo, y con la excepción del programa de Rabobank antes mencionado (vinculado a una calificación ASG), los pagarés verdes fueron los primeros en aparecer en el mercado. Además, son aquellos de los que se registra un mayor número de programas / operaciones (20 de las 39). Según se observa en la tabla 3, en términos de países, y teniendo en cuenta que la emisión de Citycon se llevó a cabo en el mercado sueco, Suecia y España son aquellos países en los que se observa un mayor número de programas, con cuatro en cada caso.

En Suecia, los programas han sido registrados por empresas inmobiliarias, con un uso de fondos predominante para eficiencia energética en edificios, energía y, en menor medida, transporte y otros usos, contribuyendo fundamentalmente a los ODS 7, 11 y 13. Es interesante observar cómo todas estas emisiones se han llevado a cabo bajo marcos ya existentes que abarcan otras emisiones (por lo general bonos y préstamos) y bajo los principios tanto de bonos como de préstamos verdes de ICMA. Como se comentaba anteriormente, Vasakronan fue la primera en emitir este tipo de activos, como ya la fuera en su momento para los bonos verdes emitidos por empresas no financieras. Además, en el caso particular de Fabege, la línea de respaldo del programa de pagarés también se incluye bajo el marco y se considera una financiación verde (Fabege, n.d.). Los pagarés en estos cuatro casos cotizan en un nuevo segmento de pagarés verdes del mercado Nasdaq en Estocolmo.

En España, también se observa una uniformidad en el sector económico de los inversores, al corresponder los cuatro programas existentes a empresas de energías renovables, con un foco exclusivo en el ODS 7. Con la excepción de EiDF, de la que no se dispone de información, en los otros tres casos los marcos de emisión contemplaban también bonos verdes. Los pagarés cotizan en el MARF en todos los casos.

Atendiendo ahora al tipo de emisor, se observa que, de las cuatro operaciones de pagarés respaldados por activos llevadas a cabo en la muestra, todas se encuadran en la categoría de uso de fondos verdes. El precursor en este campo fue Credit Suisse, a través de su vehículo Alpine Securitization, con una emisión respaldada por derechos de crédito derivados de la instalación de paneles solares en edificios residenciales, que contaba con un marco específico (Credit Suisse, 2020). Las otras tres emisiones corresponden a diferentes vehículos de Credit Agricole, y, a diferencia de la anterior, se encuentran englobadas en el marco de emisión de esta entidad financiera. La primera de estas fue llevada a cabo por el vehículo Lafayette en el mercado americano, respaldada por préstamos y arrendamientos financieros para automóviles eléctricos (Businesswire, 2020), correspondiendo las otras dos a los vehículos LMA y Atlantic. La de LMA tuvo lugar en el mercado europeo, siendo respaldada por cuentas por cobrar que contribuyen a la transición medioambiental y energética (Credit Agricole, 2020) mientras que la de Atlantic fue también en el mercado americano, contribuyendo a financiar vehículos eléctricos e híbridos, así como proyectos de energía solar (Credit Agricole, n.d.).

**Tabla 3: Características de los pagarés con uso de fondos verde**

Emisor	País	Sector	Criterios	¿Permite el Marco otros instrumentos?	Uso de Fondos	ODS
EiDF	España	Energía	Bonos Verdes ICMA	N.D.	Energía	7
Opdenery	España	Energía	Bonos Verdes ICMA / Préstamos Verdes LMA	Sí (bonos, préstamos)	Energía	7
Corticeira Amorim	Portugal	Agroalimentario	N.D.	N.D.	Energía	7
Atlantic LLC	EE.UU.	Financiero – Otro (ABCP)	Bonos Verdes ICMA	Sí (bonos, cédulas, titulaciones, otros)	Energía, transporte	3, 7, 9, 11, 13
Greenalia	España	Energía	Bonos Verdes ICMA / Préstamos Verdes LMA	Sí (bonos)	Energía	7
SNCF	Francia	Transporte	Bonos verdes ICMA / Bonos Verdes CBI	No	Líneas de alta velocidad, líneas electrificadas, electrificación, trenes con emisiones cero	7, 11, 13
Grenergy Renovables	España	Energía	Bonos Verdes ICMA / Préstamos Verdes LMA	Sí (bonos, préstamos, otros)	Energía	7
Hannon Armstrong	EE.UU.	Financiero-Otro	Bonos Verdes ICMA	Sí (bonos)	Energía, infraestructura sostenible	N.D.
SDMS	Taiwan	Manufactura	N.D.	N.D.	Componentes para central eólica en pataforma marina	N.D.
Alliander	Holanda	Energía	Bonos Verdes ICMA / Préstamos Verdes LMA	Sí (bonos, préstamos)	Energía, eficiencia energética, transporte	7, 9, 11, 13
BayernLB	Alemania	Financiero - Bancos	Bonos Verdes ICMA	Sí (bonos, híbridos, otros)	Energía (+ eficiencia energética, transporte)	7, 13
LMA	Francia	Financiero – Otro (ABCP)	Bonos Verdes ICMA	Sí (bonos, cédulas, titulaciones, otros)	Cuentas por cobrar (energía, eficiencia energética, transporte, agua y saneamiento)	3, 6, 7, 9, 11, 12, 13
La Fayette Asset Securitization	EE.UU.	Financiero – Otro (ABCP)	Bonos Verdes ICMA	Sí (bonos, cédulas, titulaciones, otros)	Préstamos y arrendamientos financieros para coches eléctricos	3, 9, 11, 13
Munchener Hypothekenbank eG	Alemania	Financiero - Bancos	Bonos Verdes ICMA	Sí (cédulas, bonos, híbridos, depósitos)	Hipotecas residenciales verdes e hipotecas comerciales para propiedades certificadas	7, 11
Daimler-Benz	Alemania	Manufactura	Bonos Verdes ICMA / Préstamos Verdes LMA	Sí (bonos, préstamos, colocaciones privadas)	Transporte, Eficiencia energética, Energía, Control y Prevención de Emisiones	9, 11, 12, 13
Alpine Securitization	Suiza	Financiero - Otro (ABCP)	Bonos Verdes ICMA	No	Paneles solares en edificios residenciales	7, 13
Citycon	Finlandia	Inmobiliario	Bonos Verdes ICMA / Préstamos Verdes ICMA	Sí (bonos, préstamos, híbridos, colocaciones privadas)	Eficiencia energética, energía, agua, residuos, transporte	N.D.
Diös	Suecia	Inmobiliario	Bonos Verdes ICMA / Préstamos Verdes ICMA	Sí (bonos, préstamos)	Eficiencia energética, energía, transporte, cambio climático	3, 6, 7, 11, 13
Fabege AB	Suecia	Inmobiliario	Bonos Verdes ICMA	Sí (bonos, préstamos)	Eficiencia energética	3, 7, 11, 12, 13
Vasakronan	Suecia	Inmobiliario	Bonos Verdes ICMA / Préstamos Verdes ICMA	Sí (bonos, colocaciones privadas, otros)	Eficiencia energética, energía	7, 9, 11, 12, 13

Fuente: elaboración propia a partir de los marcos de emisión, opiniones de segundas partes y comunicados de prensa de las emisiones.

De las ocho emisiones restantes, tres corresponden al sector financiero, incluyendo una del inversor en soluciones climáticas Hannon Armstrong, para financiar proyectos neutros o negativos en carbono, midiendo la reducción de emisiones con su metodología *CarbonCount*, que ayuda a identificar la intensidad de emisiones reducidas por dólar invertido (Businesswire, 2021). Los dos restantes corresponden a emisiones directas por parte de bancos alemanes. En el caso de Munchener Hypothekbank eG, la emisión se destina a financiar hipotecas de propiedades que cuenten con una certificación, complementando las emisiones de cédulas verdes (Sustainabonds, 2019), mientras que el de Bayern LB se destinan a proyectos de energías renovables (Bayern LB, 2021), complementando el bono verde emitido por esta entidad financiera con un fin similar. Fuera del sector financiero, nos encontramos con la emisión de la empresa agroalimentaria portuguesa Corticeira Amorim, destinada a financiar proyectos de energía fotovoltaica (Corticeira Amorim, 2021a). Esta es la segunda emisión de pagarés sostenibles de esta empresa, que poco antes llevó a cabo una emisión de pagarés vinculados a la sostenibilidad, como se verá en más detalle en la sección correspondiente. Le siguen la de Daimler-Benz en Alemania y la de Alliander en Holanda, contempladas dentro de los marcos de financiación verde de ambas empresas. Finalmente, tenemos la garantía de papel comercial verde otorgada por Credit Agricole a SDMS, un proveedor de Orsted, el promotor de la planta eólica de Greater Changhua en Taiwán. Al abastecer de cimentaciones para las torres eólicas fueraborda del parque, se cumplían los requisitos para considerarlo una financiación verde (Credit Agricole, 2021). Este programa tiene una característica en común con el de la SNCF francesa, permitiendo que los fondos se puedan usar también para financiar los gastos de explotación ligados a los sectores incluidos en el marco. El programa de la SNCF cuenta con un marco separado al de los bonos verdes emitidos por esta compañía. A diferencia de otros marcos en el que se pueden emitir distintos tipos de instrumentos para financiar la cartera de operaciones subyacentes, en este caso los pagarés pueden preceder en el tiempo a los bonos verdes, permitiendo crear una masa crítica de proyectos antes de la emisión de un bono de este tipo, y minimizando así el coste asociado al diferencial de rendimientos entre las inversiones temporales permitidas bajo el marco de los bonos verdes mientras se despliegan los fondos y el cupón de dichos bonos (SNCF, 2021).



En varios de los programas descritos, al poderse emitir varios instrumentos bajo el mismo marco, el uso de los fondos se gestiona de manera agregada, asegurándose que exista en todo momento una cartera de activos verdes de un valor superior al saldo vivo de las emisiones de los diferentes instrumentos verdes llevadas a cabo bajo el marco.

#### **2.4.2 Pagarés sociales**

Como se puede apreciar en la Tabla 4, el número de este tipo de emisiones ha sido bastante más reducido, presentando además una disparidad en cuanto al uso de los fondos. Por lo general estos tres programas siguen los principios de los bonos sociales de ICMA, con adaptaciones en el caso de ACOSS en Francia. La primera operación fue llevada a cabo por la sueca Getinge, para financiar el incremento de producción de determinados equipos médicos durante la pandemia de COVID-19 (Sustainalytics, 2021) y no ha parecido tener un efecto demostración, a pesar de ser el acceso a servicios básicos como la salud uno de los usos de fondos contemplados bajo los principios de bonos sociales de ICMA (2021c). En el caso de la emisión llevada a cabo por Fondo Esperanza en Chile, que permite financiar carteras de microcréditos otorgados por esta organización a sus clientes, el potencial para replicarla parecería mayor, dado el posible volumen de microcréditos que se podría financiar, pudiendo el acceso a otras fuentes de financiación repercutir en una mejora de acceso al crédito para los microempresarios. Sin embargo, la dificultad podría estribar en que los mercados de pagarés en muchos de los países en los que el microcrédito tiene mayor importancia no están tan desarrollados o, cuando lo están, por lo general los emisores son grandes empresas, por lo que la creación de un mercado alternativo como el MARF en España podría ayudar a que se desarrollaran este tipo de emisiones. Por ahora, otras microfinancieras en mercados emergentes han preferido recurrir en ocasiones al mercado de bonos sociales, como Banco W en Colombia (BID Invest, 2020a) o Caja Arequipa en Perú (BID Invest, 2020b).

La operación con mayor incidencia en el volumen de pagarés sociales es el programa registrado durante el primer trimestre de 2022 por ACOSS en Francia. Junto con la de BID Invest, que se explorará en mayor detalle en el siguiente apartado, y la de pagarés verdes de la SNCF, han sido hasta ahora las únicas por parte de emisores, soberanos, sub-soberanos o agencias, en contraste con los bonos del mismo tipo, en el



que este tipo de emisores tuvieron un papel predominante en su desarrollo. Como se enumeraba al principio, el programa de ACOSS presenta algunas particularidades. Esto se debe que el tipo de activo financiado (déficits temporales de los organismos del sistema de seguridad social en Francia) está muy regulado y fiscalizado, habiéndose apoyado el marco de emisión en estos elementos. Según dicho marco, la regulación establece que el circulante de la seguridad social sólo se puede financiar en el mercado monetario (URSSAF, 2022). Pensando en el impacto, esta es una característica diferenciadora respecto a muchos de los programas en los que el marco permite la emisión de instrumentos tanto de largo como de corto plazo, permitiendo atribuir el impacto íntegramente al programa de pagarés. Por otro lado, dado el marcado carácter social de este organismo, no ha sido necesario definir los posibles proyectos elegibles para ser financiados mediante las emisiones de pagarés. En su lugar, se ha realizado un mapeo de los beneficiarios con los criterios de los bonos sociales. Como reza el marco, “En la práctica, los beneficiarios efectivos de la seguridad social son, en la mayoría de los casos, poblaciones que se encuentran en situación de vulnerabilidad o que han salido de una situación laboral activa [...]. Las prestaciones de las diferentes ramas corresponden a las categorías de los bonos sociales de ICMA de acceso a servicios esenciales y desarrollo socioeconómico y autonomía” (URSSAF, 2022). Otra característica destacable del programa es que la segunda opinión está constituida por elementos existentes del sistema de seguridad social, en lugar de recurrir a una agencia externa. Así, se dispone de los tres elementos siguientes (URSSAF, 2022): (i) el uso de los fondos está incluido en la ley anual de seguridad social, siendo el Congreso el verificador independiente en este caso durante el proceso de aprobación, (ii) la Comisión de Cuentas de la Seguridad Social lleva a cabo un control regular del uso de fondos, siendo un tercero independiente adicional, y (iii) la gestión de los fondos se incluye en la auditoría y verificación anual por parte del Tribunal de Cuentas de las cuentas consolidadas de ACOSS. Si bien la actividad de ACOSS es eminentemente social, la ventaja de este programa estaría en consonancia con lo afirmado para las emisiones de bonos sociales por parte de otras entidades del sistema de seguridad social francés, de las que se afirmó que, en el caso de UNEDIC, el marco de deuda social representaba un compromiso de mayor transparencia hacia los inversores, poniendo en valor la misión social de este organismo (Quairet, 2020) y, en el caso de la CADES, “para ofrecer a los emisores una mayor transparencia, dado que este tipo de estándares son cada vez más familiares para los mismos y forman parte de la continuación de una relación de confianza” (Gallois, 2020, citado en Natixis, 2020).



### **2.4.3 Pagarés sostenibles**

Como muestra la tabla 5, los programas de pagarés sostenibles (cuyo uso de fondos combina los verdes y sociales) han sido también limitados, y, con la excepción de la inmobiliaria belga Cofinimmo, registrados fundamentalmente por bancos. El más reciente ha sido el del banco francés Crédit Mutuel Arkéa, que modificó en febrero de 2022 su programa de emisión de bonos verdes y sociales para añadir la posibilidad de emitir pagarés de ambos tipos, en línea con su voluntad de contribuir al financiamiento de la transición climática y de una sociedad inclusiva (Crédit Mutuel Arkéa, 2022a). La primera emisión de pagarés bajo el programa tuvo lugar en abril de 2022, para financiar préstamos hipotecarios verdes (Crédit Mutuel Arkéa, 2022b). Por su parte, el programa de emisión de pagarés sostenibles de Cofinimmo (2021), regido por su Marco de Deuda Sostenible de 2020, contempla como usos de fondos la eficiencia energética en edificios (verde) y la financiación de edificios relacionados con la salud (social). En cuanto a los programas de BID Invest y Rabobank, los usos de fondos son suficientemente amplios y están alineados con sus objetivos como banco de desarrollo y banco comercial internacional respectivamente, sin que se hayan producido emisiones a la fecha (BID Invest, 2021; Rabobank, 2021).

**Tabla 4: Características de los pagarés con uso de fondos social**

Emisor	País	Sector	Criterios	¿Permite el Marco otros instrumentos?	Uso de Fondos	ODS
Acoss	Francia	Seguridad Social	Adaptación de bonos sociales (ICMA)	No	Déficits Seguridad Social	N.D.
Fondo Esperanza	Chile	Microfinanzas	Bonos sociales (ICMA)	No	Microcréditos	1, 5, 8, 9, 10
Getinge	Suecia	Equipamiento Médico	Bonos sociales (ICMA) / Préstamos sociales (LMA)	Sí (no especificados)	Acceso a servicios esenciales de salud	3

Fuente: elaboración propia a partir de los marcos de emisión, opiniones de segundas partes y comunicados de prensa de las emisiones.

**Tabla 5: Características de los pagarés con uso de fondos sostenible**

Emisor	País	Sector	Criterios	¿Permite el Marco otros instrumentos?	Uso de Fondos	ODS
Crédit Mutuel Arkéa	Francia	Financiero - Bancos	Bonos verdes y sociales (ICMA), Guías de Sostenibilidad	Sí (bonos, otros)	Transición climática, transición hacia una sociedad inclusiva	3, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13
Cofinimmo	Bélgica	Inmobiliario	Bonos sostenibles (ICMA), bonos verdes (LMA)	Sí (no especificados)	Eficiencia energética, edificios de uso sanitario	3, 11, 13
BID Invest	Supranacional	Banco Multilateral	Bonos verdes y sociales (ICMA), Guías de Sostenibilidad	Sí (bonos, otros)	Infraestructura básica, acceso a servicios, seguridad alimentaria, generación de empleo, crecimiento y empoderamiento, energía, eficiencia energética, transporte, manejo de recursos naturales, adaptación al cambio climático, agua y saneamiento).	Todos excepto 16
Rabobank	Holanda	Financiero - Bancos	Bonos verdes y sociales (ICMA), préstamos verdes (LMA)	Sí (bonos, préstamos, derivados, certificados de depósito)	Regulado por cuatro submarcos que cubren energías renovables, edificios comerciales verdes, edificios de uso sanitario y apoyo a la PYME en relación con la pandemia de COVID-19.	1, 3, 7, 8, 11, 13

Fuente: elaboración propia a partir de los marcos de emisión, opiniones de segundas partes y comunicados de prensa de las emisiones.

#### 2.4.4 Pagarés vinculados a la sostenibilidad

Tras los pagarés verdes, y en junto con aquellos vinculados a una calificación de ASG, los pagarés vinculados a la sostenibilidad (presentados en la Tabla 6) han sido los segundos más numerosos en emitirse en el mercado. La eléctrica italiana ENEL fue la precursora en emitir este tipo de papel en 2020, como ya lo fuera de los bonos vinculados a la sostenibilidad un año antes (ENEL, n.d. b). Se repite así la tendencia constatada para el papel comercial verde, según la cual la empresa no financiera Vasakronan que fuera pionera en emitir bonos verdes lo fue también del papel comercial del mismo tipo.

Para este tipo de activos, como para los bonos del mismo tipo, se tiene en cuenta la evolución de los indicadores de sostenibilidad definidos en el marco, en lugar del uso de fondos. Por lo general, en los bonos de este tipo, el incumplimiento del indicador, o su superación, conllevan un cambio en las condiciones financieras del bono, generalmente del margen. Al igual que en el caso de los pagarés con usos de fondos verde, social o sostenible, en el que el efecto atribución del impacto a emisiones de tan corto plazo plantea sus dificultades, en este caso lo que se hace complicado es alterar las condiciones financieras de las emisiones de pagarés en plazos cortos, dado que los objetivos fijados suelen ser plurianuales. Este extremo hace que en algunos casos este tipo de emisiones no cumpla con el último principio de los bonos vinculados a la sostenibilidad de ICMA, lo que suele ser recogido en las opiniones de segundas partes y solventado de diferentes maneras. A continuación, se analizan los indicadores e incentivos de los programas y emisiones conocidos hasta la fecha.

La emisión de El Corte Inglés cuenta con dos indicadores diferentes de sostenibilidad. El incumplimiento de estos lleva aparejado el pago de una penalidad (de entre el 0.5% y el 1.5% del saldo vivo medio de los pagarés, según se incumpla un indicador o los dos) a un tercero (el Grupo Sylvestris S.L.), destinada a proyectos de repoblación forestal y compensación de la huella de carbono, que están alineados con los ODS 13 y 15 contemplados en el plan director de sostenibilidad y RSC 2021-2025 de este grupo de distribución (El Corte Inglés, 2021). Este mecanismo solventa en cierto modo la dificultad antes mencionada de alinear el plazo de cumplimiento de los objetivos de los plazos de vencimiento de los pagarés, ya que desliga el pago de las características financieras de los mismos. Por otro lado, va más allá de un mero costo



financiero, destinándose a proyectos alineados con la estrategia de sostenibilidad del emisor, que se registran en la Oficina Española de Cambio Climático, añadiendo transparencia al proceso (G-Advisory, 2021).

El caso de Corticeira Amorim constituye una excepción a la regla, dado que si hay una variación en el tipo de interés según el grado de cumplimiento del indicador (Corticeira Amorim, 2021b). En los casos de Endesa e Iberdrola, se recurre a una fórmula diferente, que encontraremos también en los pagarés vinculados a una calificación de ASG. Si no se alcanzan los objetivos, o se pierde la calificación correspondiente, el emisor tiene que o bien dejar de emitir este tipo de instrumentos, o bien retirar el calificativo de sostenible de las mismas. Si bien esto por lo general no constituye una variación de las características financieras de los pagarés, dado el creciente interés de los inversores por la integración de factores ASG en las emisiones, es posible que esta acción restringiera la base de inversores para el emisor, limitando así la demanda e incidiendo negativamente en el precio de las emisiones. Si bien esto no está demostrado empíricamente al no haberse dado el caso, se produciría así una posible variación de las características financieras, aunque de manera más difuminada. El indicador del programa de Endesa es comparable al del Grupo ENEL, del que forma parte, contemplando únicamente el porcentaje de generación a partir de fuentes renovables (Endesa, 2021), si bien ENEL ha incluido recientemente un segundo indicador ligado a la intensidad de emisiones (ENEL 2022). Iberdrola sin embargo va más allá de los aspectos ambientales (que incorpora mediante un indicador de intensidad de emisiones de gases con efecto invernadero) e incluye también un indicador social (ligado a la brecha de género en posiciones de liderazgo) y otro de gobierno corporativo, en relación con la publicación de información climática según TCFD (Iberdrola, 2021).

Pikolín también tiene un indicador ligado a la generación de fuentes renovables, fijándose los incentivos individualmente para cada una de las emisiones de pagarés, pero alineados con lo expuesto en el marco, que contempla bien la firma de un contrato adicional de comprar de energía verde, bien la autoproducción de energía renovable en las instalaciones de la empresa (Pikolín, 2021). Por último, en el caso de ENEL, no existen incentivos específicos en el programa de papel comercial (ENEL, 2022).



#### **2.4.5 Pagarés vinculados a calificaciones ASG**

Este tipo de emisiones, detalladas en la Tabla 7, constituyen un tipo particular de las vinculadas a la sostenibilidad, pudiéndose considerar que el objetivo es el mantenimiento de una determinada calificación de sostenibilidad. Como se mencionaba en el apartado 2.3, fue el primer tipo de emisión que se dio en el mercado por parte de Rabobank, no estando exenta de críticas. Si bien Rabobank pasaría a incluir los pagarés en su marco de financiación sostenible, como descrito en 2.4.3, esta estructura ha sido replicada por otros emisores, con distintos incentivos. En el mercado portugués ha prevalecido un cambio en el margen de emisión (The Navigator Company, 2021 y Millenium BCP, 2021), mientras que en el resto de los programas la pérdida de la calificación redundaba en el cese de emisión o la pérdida de la condición de programa con objetivos ASG, con las consecuencias ya analizadas en el apartado 2.4.4.

**Tabla 6: Características de los pagarés vinculados a la sostenibilidad**

Emisor	País	Sector	Criterios	¿Permite el Marco otros instrumentos?	KPI	Incentivo
El Corte Inglés	España	Distribución	Bonos vinculados a la Sostenibilidad (ICMA)	Sí (bonos, obligaciones)	Economía circular, productos sostenibles distribuidos	Pago a una ONG
Corticeira Amorim	Portugal	Agroalimentario	Préstamos vinculados a la sostenibilidad (LMA)	N.D.	Consumo energía renovable, economía circular (excluyendo corcho)	Variación interés
Endesa	España	Energía	N.D.	N.D.	Producción energía renovable, generación con cero emisiones	Pérdida de calificación de papel ASG
Iberdrola	España	Energía	Préstamos vinculados a la sostenibilidad (LMA), Bonos vinculados a la Sostenibilidad (ICMA, adaptado)	No	Intensidad de emisiones de GEI, mujeres en puestos de liderazgo, información climática según TCFD	Pérdida de calificación de papel ASG
Pikolin	España	Mobiliario	Bonos vinculados a la Sostenibilidad (ICMA)	Sí (bonos)	Energía generada de fuentes renovables	Específico a cada emisión
Enel	Italia	Energía	Préstamos vinculados a la sostenibilidad (LMA), Bonos vinculados a la Sostenibilidad (ICMA)	Sí (bonos, préstamos, líneas de crédito, derivados, garantías)	Emisiones de GEI, capacidad instalada de fuentes renovables	Sin incentivo

Fuente: elaboración propia a partir de los marcos de emisión, opiniones de segundas partes y comunicados de prensa de las emisiones.

**Tabla 7: Características de los pagarés vinculados a calificaciones ASG**

Emisor	País	Sector	Calificadora ASG	Incentivo
Terna	Italia	Energía	S&P	Pérdida de calificación de papel ASG
NOS	Portugal	Telecomunicaciones	CDP	Mejora del margen
Snam	Italia	Energía	Standard Ethics	Pérdida de calificación de papel ASG
Lafarge Holcim Ltd	Suiza	Materiales de Construcción	Sustainalytics	Cese de emisión
The Navigator Company	Portugal	Papelero	CDP	Mejora del margen
Rabobank	Holanda	Financiero - Bancos	Sustainalytics	Cese de emisión

Fuente: elaboración propia a partir de información individual de las emisiones.

### 3. El desarrollo del mercado

#### 3.1. Análisis de la oferta y la demanda

A la luz de lo anteriormente expuesto, podemos concluir que el mercado de pagarés sostenibles comenzó a desarrollarse por el lado de la oferta. Rabobank trabajó durante un año para hacer su emisión viable (Khadbai, Hay y McLellan, 2021), mientras que Vasakronan trató de capitalizar su reputación en materia de sostenibilidad, al haber sido la pionera en la emisión de bonos verdes por empresas no financieras y en la introducción de contratos de arrendamiento verdes en Suecia, así como la compañía inmobiliaria más sostenible de Europa en el segmento de oficinas y la novena más sostenible a nivel mundial por elGRESB (Vasakronan, 2018). A pesar de esto, la ventaja en precios fue relativamente reducida lo que, por otro lado, resulta de esperar dados los márgenes más ajustados de estos instrumentos de corto plazo. Biermans (n.d., citado en Khadbai, Hay y McLellan, 2021) afirma que en el caso de Rabobank, el precio de los pagarés sostenibles ha sido ligeramente más ajustado que el de los pagarés convencionales desde su emisión. Sin embargo, en el caso de Vasakronan, según Von Seth (n.d., citado en Khadbai, Hay y McLellan, 2021), el papel comercial verde mantuvo un margen inferior en dos puntos básicos al de los pagarés convencionales, pasando después de este periodo a estar en línea con estos últimos. En este último caso, un aumento de la oferta de este tipo de papel en el mercado sueco tras las emisiones de Fabege, Diös y Citycon podría haber tenido una influencia en el precio de los pagarés de Vasakronan. Tras la dislocación del mercado de pagarés al comienzo de la pandemia de COVID-19, la oferta ha crecido más rápidamente, como se aprecia en la Tabla 1. Para los emisores, más que un mejor precio, la principal motivación ha sido continuar a aumentar y diversificar las emisiones de instrumentos financieros verdes (Khadbai, Hay y McLellan, 2021).

En el caso de los inversores, el creciente interés por incorporar factores ASG al proceso de inversión es el que ha contribuido al interés por este tipo de activos. Este ha sido el caso de los tesoreros de empresa, como se señala en el apartado 1.1. Por otro lado, el interés de los fondos del mercado monetario por la inversión con criterios ASG también ha contribuido de manera significativa al desarrollo de este mercado. Según estimaciones de la agencia Fitch (2021), en Europa, los activos bajo gestión de los

fondos del mercado monetario con criterios ASG representaban el 20% del total de activos bajo gestión de los fondos del mercado monetario. Sin embargo, las limitaciones de la oferta siguen frenando la aparición de fondos del mercado monetario completamente verdes, dado que sería complicado alcanzar los requisitos de diversificación contemplados en los criterios de inversión y de calificación de dichos fondos (Fitch, 2021), a pesar de contar con otros instrumentos en los que invertir como certificados de depósito verdes, bonos verdes en su recta final, con plazos residuales compatibles con los horizontes del mercado monetario, y repos verdes. En cuanto a los pagarés, estos fondos invierten por lo general en aquellos emitidos por instituciones financieras, debido a su mejor calificación crediticia a corto plazo, mientras que la oferta de este tipo de papel se ha dado fundamentalmente por parte de empresas no financieras.

### **3.2. Cuantificación del volumen y del impacto**

Como se describía en el apartado 2.2, la fragmentación del mercado entre el ECP y los mercados nacionales, y la existencia de diferentes fuentes de información, algunas públicas y otras privadas, dificulta la transparencia de este mercado. A esto hay que añadir que el importe de los programas constituye un límite al saldo vivo de pagarés emitidos, pero este último puede variar a lo largo del año. Por este motivo, estimar los volúmenes anuales de pagarés sostenibles presenta una serie de dificultades, entre ellas la disponibilidad de los datos de volúmenes de emisión y de saldos vivos, y el hecho de que, debido al corto plazo de estos activos, se emitan con mayor frecuencia, lo que sesgaría la comparación con volúmenes de emisión de bonos del mismo tipo. En el caso español, “OFISO se basa para su informe anual en la información pública disponible en el mercado para calcular el saldo vivo medio de los programas durante el año, lo que permite una mejor comparación con los volúmenes de emisión de bonos sostenibles durante el año” (J. Romero, comunicación personal, 17 de marzo de 2022). Sin embargo, por el momento, en el resto de los informes sobre el mercado de la financiación sostenible, como el de CBI, no parece estar disponible esta información.

En cuanto al impacto, en el caso de los pagarés con un uso de fondos específico, los emisores están optando por lo general en reportarlo a nivel de los proyectos financiados más que de las fuentes de financiación en sí, al convivir bajo el mismo marco varias fuentes de financiación diferentes. Por otro lado, dado que los indicadores que se

plantean para medir el impacto suelen ser a medio plazo, y que por lo general los emisores publican un informe de impacto de manera anual, nos encontramos con un descalce entre los plazos de los pagarés, la frecuencia de publicación de información de impacto y el horizonte de los indicadores de impacto. A esto hay que añadir que el saldo vivo de los pagarés en mucho de los programas sólo se publica en un momento determinado que corresponde al del final del período anual del informe de impacto correspondiente, no estando en consonancia necesariamente con los volúmenes de emisión durante el año. Si bien esta mecánica puede dar seguridad a los inversores sobre el uso de los fondos, es más difícil determinar el posible efecto atribución de las emisiones a corto plazo a los proyectos subyacentes.

Habiendo dicho esto, y si bien el descalce entre los plazos de los proyectos y el de los pagarés podría llevar a pensar que los inversores en este tipo de activos tendrían una influencia limitada en los aspectos de sostenibilidad de los emisores, por un lado los inversores mantienen un diálogo con posibles emisores sobre su evolución en temas de ASG, de cara a poderlos considerar en un futuro para sus carteras (Curry, 2021) o bien es necesario tener en cuenta que, a vencimiento de las emisiones de pagarés, salvo dislocación de mercado o cambio material en el perfil de riesgo del emisor, suelen llevarse a cabo nuevas emisiones, por lo que la relación no es estrictamente de corto plazo y sí da pie a mantener un diálogo más a largo plazo con los emisores. Visto lo anterior, para poder cuantificar mejor el impacto de los pagarés con un uso de fondos específico, sería recomendable que los emisores publicaran anualmente el saldo vivo medio de pagarés durante el ejercicio, especificando si dichos pagarés se añaden a otros instrumentos de deuda sostenible ya emitidos o, como en el caso de la SNCF, se refinancian después mediante bonos verdes, no contándose en este caso el impacto de los pagarés para evitar hacerlo dos veces.

En el caso de los pagarés vinculados a la sostenibilidad, la medición del impacto está ligada a los indicadores elegidos, planteándose el mismo problema de descalce temporal mencionado en el caso del uso de fondos, y pudiéndose asimismo solventar mediante la publicación del saldo vivo medio de pagarés durante el año. Por último, en el caso de pagarés vinculados a una calificación ASG, sí resulta más difícil medir el impacto, dado que por lo general la emisión de pagarés no tiene consecuencias en dicha calificación. El hecho de que, en general, el incentivo sea que se deje de emitir este tipo de papel, en lugar de una variación en las características financieras del mismo, parece corroborar esta hipótesis.

### 3.3. ¿Cómo llevar el mercado a escala?

Es preciso distinguir en este apartado entre las recomendaciones para llevar a escala el mercado de pagarés, y las relativas al crecimiento del segmento específico de pagarés sostenibles. En cuanto al mercado de pagarés en sí, Hill (2021) identifica cuatro áreas fundamentales a estos efectos. En primer lugar, una mayor armonización y estandarización del mercado, tanto desde un punto de vista regulatorio como operativo, así como unas menores barreras a la entrada para las empresas no financieras que quieran emitir que, como hemos visto en 2.4, representan un número importante de emisores de pagarés sostenibles hasta la fecha. Si bien la etiqueta STEP constituye un paso en esa dirección, por ahora sólo cubre aproximadamente un 30% del mercado, según este autor. En segundo lugar, encontramos una mayor transparencia, de la que no existe el mismo grado en los mercados europeos. Le sigue la creación de un mercado secundario, lo que podría contribuir a suavizar los efectos de las dislocaciones de mercado como la observada a inicios de la pandemia de COVID-19, y por último tenemos la automatización del mercado, sin perder de vista la estandarización de los datos y los procesos y la interoperabilidad de los distintos sistemas y plataformas. Estas recomendaciones coinciden en varios aspectos con las emitidas por &Strategy (2021) para llevar a escala el mercado de las finanzas sostenibles, que incluyen el crecimiento de la oferta y la demanda, una mayor facilidad para que los inversores puedan identificar y comparar los títulos sostenibles (transparencia y estandarización) y para llevar a cabo las inversiones en este mercado, y la confianza de los participantes en el mercado.

Como iniciativa para la estandarización cabe destacar la impulsada recientemente por la plaza financiera de París, en la que un grupo de trabajo compuesto por la Asociación de Mercados Financieros, la Asociación Francesa de Tesoreros de Empresa y la Asociación Francesa de Gestión Financiera, con la participación del Banco de Francia) para dotarse de un modelo de documentación financiera para las emisiones de títulos a corto y medio plazo sostenibles. Se trata de un compendio de buenas prácticas para este tipo de programas, y no de una etiqueta como STEP (Banco de Francia, n.d.). La documentación tipo en cuestión recoge de manera consistente en un mismo lugar las características financieras de la emisión, las no financieras (relativas a la componente sostenible del programa) y contiene vínculos y extractos a la información financiera y no financiera del emisor, incluyendo su estrategia de sostenibilidad, de forma que los inversores puedan ver claramente la relación entre esta estrategia y las

características de los títulos (Banco de Francia, 2022). Esta iniciativa parece haber sido efectiva dado que, desde su publicación en marzo de 2022, ha sido usada en un plazo muy corto por los programas de emisión de ACOSS y Crédit Mutuél Arkéa por un importe total de 74 millardos de euros, frente a los 75 millones de euros de las dos transacciones registradas anteriormente en dicho mercado (SNCF y LMA). Esta iniciativa ha sido posible gracias a la estrecha relación que mantiene el Banco de Francia con el mercado NEU CP, pero para un mercado como el de ECP, donde los vínculos con el regulador son más débiles

Para terminar, una buena iniciativa para complementar la anterior sería contar con una plataforma en la que, además de la información contenida en el documento anterior, se pudieran recopilar sucesivamente volúmenes de emisión y saldos vivos, así como los reportes de impacto de las emisiones y de verificación de estos. En este sentido, ante la falta aún de mayor integración en los mercados de capitales europeos, el sistema de compensación y liquidación global Euroclear propone una iniciativa global, centrada en este tipo de sistemas, que permita incrementar la transparencia de la deuda sostenible y de la información ASG relacionada. El valor de este tipo de infraestructuras reside en su eficiencia y en sus amplias redes a lo largo y ancho del ecosistema de los mercados financieros, tanto en términos geográficos como de la cadena de valor de estos mercados. Esto les proporciona una visibilidad única y un acceso a los datos subyacentes de las operaciones financieras globales que pueden contribuir al desarrollo continuo del del mercado de finanzas sostenibles (&Strategy, 2021).

#### **4. Conclusiones**

El mercado de pagarés sostenibles se ha desarrollado fundamentalmente en los dos últimos años, siguiendo la voluntad de los emisores de incluir factores ASG en los distintos instrumentos financieros, y de la de los inversores en el mismo sentido. Los programas cuentan con diversas formas y estructuras, tanto basadas en el uso de fondos como vinculadas a indicadores de sostenibilidad, en línea con los bonos temáticos. Estas emisiones se han dado fundamentalmente en Europa, que lleva la delantera en temas de ASG, pero donde la fragmentación de los mercados de pagarés ha dificultado el desarrollo de este mercado. Los principales emisores en la muestra analizada han sido empresas no financieras, aunque en los últimos meses ha tenido lugar un mayor número de emisiones por parte de empresas financieras (incluyendo de 9s por activos) y de algunas entidades soberanas como los ferrocarriles franceses o la

tesorería de la seguridad social de dicho país, sin que ningún estado soberano haya llevado a cabo emisiones hasta la fecha. Este tipo de emisiones serán fundamentales para permitir un manejo de la tesorería con componentes ASG por parte de bancos y empresas y para contribuir al crecimiento de los activos bajo gestión de los fondos del mercado monetario, ayudando en el proceso de incorporación de criterios ASG a los mismos, e incluso permitiendo una diversificación de instrumentos que diera lugar a un fondo 100% verde o sostenible. Según lo analizado, la medición del impacto es más factible para los pagarés con un uso de fondos determinado o los vinculados a la sostenibilidad, ya que se suele llevar a cabo para los proyectos financiados o mediante los indicadores seleccionados, siempre que se disponga del saldo vivo medio de pagarés durante el año. Finalmente, iniciativas como el desarrollo de unos estándares propios para este tipo de papel por parte de ICMA, o la patrocinada por el Banco de Francia para el mercado de NEU CP que ha resultado en un modelo tipo de documentación financiera para este tipo de emisiones han contribuido a una mayor estandarización de estos instrumentos, contribuyendo así al crecimiento del mercado. Un sistema que permitiera recabar datos financieros y no financieros de las emisiones a nivel europeo o global daría sin duda un empujón adicional a este mercado.

## 5. Glosario de Siglas

ABCP: *Asset-Backed Commercial Paper*. Pagarés Respaldados por Activos.

ACOSS: *Agence centrale des organismes de sécurité sociale*. Agencia Central de los Organismos de Seguridad Social. Redenominada recientemente URSSAF Caisse Nationale (URSSAF - *Union de recouvrement des cotisations de sécurité sociale et allocations familiales*).

AIAF: Asociación de Intermediarios de Activos Financieros

ASG/ESG: Ambiental(es), Social(es) y de Gobernanza. *Environmental, Social and Governance*

BCE: Banco Central Europeo

BID: Banco Interamericano de Desarrollo

CBI: *Climate Bonds International*

CFI: Corporación Financiera Internacional

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

CP: *Commercial Paper*. Papel Comercial.

ECP: *Euro Commercial Paper*

FMI: Fondo Monetario Internacional



GRESB: *Global Real Estate Sustainability Board*

ICMA: *International Capital Markets Association*. Asociación Internacional de Mercados de Capitales

LMA: *Loan Management Association*<sup>2</sup>

MARF: Mercado Alternativo de Renta Fija

NEU CP: *Negotiable EU Commercial Paper*. Pagarés Comercializables Europeos.

ODS: Objetivos de Desarrollo Sostenible

OFISO: Observatorio Español de la Financiación Sostenible

SEBC: Sistema Europeo de Bancos Centrales

STEP: *Short Term European Paper*. Papel Europeo de Corto Plazo.

## 6. Referencias bibliográficas

Banco de Francia (n.d.). *Documentation financière-type pour les émissions de NEU MTN et NEU CP ayant des caractéristiques ESG*. Recuperado el 17 de mayo de 2022 de <https://www.banque-france.fr/politique-monnaire/financements-de-marche/marche-des-titres-negociables-court-et-moyen-terme-neu-cp-neu-mtn>

Banco de Francia (2022). *TEMPLATE NEU MTN-CP ESG sans garantie*. Recuperado de [https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2022/03/23/2022.03.16\\_fr\\_template\\_neu\\_cp\\_mtn\\_esg\\_sans\\_garantie\\_0.docx](https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2022/03/23/2022.03.16_fr_template_neu_cp_mtn_esg_sans_garantie_0.docx)

Bayern LB (2021). *Bayern LB issues debut green benchmark bond with a volume of EUR 500 million*. Recuperado de [https://www.bayernlb.com/internet/en/blb/resp/bayernlb\\_2/news\\_265664.jsp](https://www.bayernlb.com/internet/en/blb/resp/bayernlb_2/news_265664.jsp)

BBVA (2020). *BBVA and NOS close the first sustainable financing agreement in Portugal's telecommunications sector*. Recuperado de <https://www.bbva.com/en/bbva-and-nos-close-the-first-sustainable-financing-agreement-in-portugals-telecommunications-sector/>

Beguín, W. (2022). *Why and how to issue a sustainable Commercial Paper?* En Onbrane. Recuperado de <https://www.onbrane.com/2022/03/14/why-and-how-to-issue-a-sustainable-commercial-paper/?msclkid=2200cc09bea811ecbe2687e8cc9245aa>

BID Invest (2020a). *BID Invest y Banco W apoyan las microempresas lideradas por mujeres en Colombia con un bono de COP\$150 mil millones*. Recuperado de

---

<sup>2</sup> No se debe confundir con el vehículo de emisión de ABCP del mismo nombre de Crédit Agricole citado también en este trabajo.



<https://idbinvest.org/es/medios-y-prensa/bid-invest-y-banco-w-apoyan-las-microempresas-lideradas-por-mujeres-en-colombia-con-un?language=es>

BID Invest (2020b). *BID Invest y Caja Arequipa impulsan las microempresas lideradas por mujeres en Perú*. Recuperado de <https://www.idbinvest.org/es/medios-y-prensa/bid-invest-y-caja-arequipa-impulsan-las-microempresas-lideradas-por-mujeres-en-peru?language=es>

BID Invest (2021). *Sustainable Debt Framework*. Recuperado de <https://www.idbinvest.org/es/download/12265>

Businesswire (2020). *Crédit Agricole Corporate and Investment Bank Arranges the First Green ABCP Note Financing Electric Vehicles in Client Auto Retail Loan and Lease Pools*. Recuperado de

<https://www.businesswire.com/news/home/20200707005236/en/Cr%C3%A9dit-Agricole-Corporate-and-Investment-Bank-Arranges-the-First-Green-ABCP-Note-Financing-Electric-Vehicles-in-Client-Auto-Retail-Loan-and-Lease-Pools>

Businesswire (2021). *Hannon Armstrong Announces \$100 Million CarbonCount® Green Commercial Paper Note Program*. Recuperado de <https://www.businesswire.com/news/home/20210927005387/en/Hannon-Armstrong-Announces-100-Million-CarbonCount%C2%AE-Green-Commercial-Paper-Note-Program>

CFI (n.d.). IFC Project information & data portal: *DCM Fondo Esperanza Social Bond*. Recuperado el 4 de junio de 2022 de <https://disclosures.ifc.org/project-detail/SII/42684/dcm-fondo-esperanza-social-bond>

Citycon (2019). *Citycon launches a green financing framework*. Recuperado de <https://www.citycon.com/newsroom/citycon-launches-a-green-financing-framework>

Cofinimmo (2021). Information Memorandum: *Multi-Currency Short Term and Medium Term Belgian Sustainable Treasury Notes Programme*. Recuperado de [https://manage.stepmarket.org/directory\\_documents/2602\\_2021.12.07%20-%20Cofinimmo%20-%20Information%20Memorandum%20\(clean\).pdf](https://manage.stepmarket.org/directory_documents/2602_2021.12.07%20-%20Cofinimmo%20-%20Information%20Memorandum%20(clean).pdf)

Comisión Nacional del Mercado de Valores (n.d.). *Productos de renta fija privada*. Recuperado el 1 de mayo de 2022 de <http://cnmv.es/Portal/inversor/RentaFija-Privada.aspx>

Corticeira Amorim (2021a). *Programa de emissões de papel comercial verde de 11,6M€*. Recuperado de [https://www.amorim.com/xms/files/Investidores/Comunicados/20211220CorticeiraAmorimPPCVerde\\_PT.pdf](https://www.amorim.com/xms/files/Investidores/Comunicados/20211220CorticeiraAmorimPPCVerde_PT.pdf)



Corticeira Amorim (2021b). *€20m Sustainability Linked Commercial Paper Programme (2021-2024)*. Recuperado de <https://www.amorim.com/xms/files/Investidores/Comunicados/20210805CorticeiraAmorimGCPP.pdf>

Credit Agricole (n.d.). *First green Asset Backed Commercial Paper (ABCP) indexed to SOFR*. Recuperado de <https://www.ca-cib.com/pressroom/news/first-green-asset-backed-commercial-paper-abcp-indexed-sofr>

Credit Agricole (2020). *Credit Agricole CIB structures the first green ABCP refinancing of trade receivables*. Recuperado de <https://www.ca-cib.com/pressroom/news/credit-agricole-cib-structures-first-green-abcp-refinancing-trade-receivables>

Credit Agricole (2021). *Sing Da Marines Structure Corporation implements the first green commercial paper guarantee in Asia-Pacific*. Recuperado de <https://www.ca-cib.com/pressroom/news/Sing-Da-Marine-Structure-Corporation-implements-the-first-green-commercial-paper-guarantee-in-Asia-Pacific>

Crédit Mutuel Arkéa (2022a). *Green, Social and Sustainability Bond Framework*. Recuperado de [https://www.cm-arkea.com/banque/assurance/credit/upload/docs/application/pdf/2022-02/credit\\_mutuel\\_arkea\\_green\\_social\\_and\\_sustainability\\_bond\\_framework.pdf](https://www.cm-arkea.com/banque/assurance/credit/upload/docs/application/pdf/2022-02/credit_mutuel_arkea_green_social_and_sustainability_bond_framework.pdf)

Crédit Mutuel Arkéa (2022b). *Crédit Mutuel Arkéa, première banque française à réaliser une émission "NEU CP Green"*. Recuperado de [https://www.cm-arkea.com/banque/assurance/credit/upload/docs/application/pdf/2022-04/280422\\_cp-credit\\_mutuel\\_arkea\\_premiere\\_banque\\_francaise\\_a\\_realiser\\_une\\_emission\\_neu\\_cp\\_green.pdf](https://www.cm-arkea.com/banque/assurance/credit/upload/docs/application/pdf/2022-04/280422_cp-credit_mutuel_arkea_premiere_banque_francaise_a_realiser_une_emission_neu_cp_green.pdf)

Credit Suisse (2020). *Credit Suisse arranges the industry's first green ABCP note*. Recuperado de <https://www.credit-suisse.com/about-us-news/en/articles/media-releases/cs-arranges-the-industry-s-first-green-abcp-note-202001.html>

Curry, J. (2021). *The Truth about ESG Investing*. En Treasury Management International, *Responsible Treasury: Your Essential Guide to ESG*. Recuperado de <https://treasury-management.com/download/responsible-treasury-your-essential-guide-to-esg/>

Darpeix, P.E. (2022). *The market for short-term debt securities in Europe: what we know and what we do not know*. Autorité des Marchés Financiers. Recuperado de <https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2022-03/The%20market%20for%20short-term%20debt%20securities%20in%20Europe.pdf>



Economist Impact (2021). *Treasury's role in sustainability: Balancing compliance, capital and costs*. Recuperado de [https://impact.economist.com/perspectives/strategy-leadership/treasury-connected/downloads/EIU-DB\\_Article\\_Q4\\_15122021.pdf](https://impact.economist.com/perspectives/strategy-leadership/treasury-connected/downloads/EIU-DB_Article_Q4_15122021.pdf)

El Corte Inglés (2021). *Marco normativo de referencia para la financiación vinculada a la sostenibilidad*. Recuperado de <https://www.elcorteingles.es/recursos/informacioncorporativa/doc/portal/2021/12/13/marco-normativo-para-la-financiacion-vinculada-a-sostenibilidad.pdf>

Endesa (2021). *Endesa, líder en pagares verdes con el primer programa amparado por la nueva ley del mercado de valores: 4.000 millones*. Recuperado de <https://www.endesa.com/content/dam/endesa-com/home/prensa/noticias/documentos/2021/05/endesa-lider-pagares-verdes-primer-programa-amparado-nueva-ley-mercado-valores.pdf>

ENEL (n.d. a). *Sustainable Development Goal Target Guaranteed Euro-Commercial Paper Programme*. Recuperado el 2 de mayo de 2022 de <https://www.enel.com/investors/investing/sustainable-finance/sustainability-linked-finance/commercial-paper-programme>

ENEL (n.d. b). *Sustainability-Linked Finance*. Recuperado el 16 de mayo de 2022 de <https://www.enel.com/investors/investing/sustainable-finance/sustainability-linked-finance>

Fabege (n.d.). *Green Commercial Paper Programme*. Recuperado el 15 de mayo de 2022 de <https://www.fabege.se/en/investors/financing/green-financing/green-commercial-paper-programme/>

Fitch (2021). *Green Money Market Funds: Supply Constraints Impede Growth*. Recuperado de [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

Force for Good (2021). *Capital as a Force for Good: Capital for a Sustainable Future, 2021 Report*. Recuperado de [https://www.forcegood.org/frontend/img/2021\\_report/pdf/final\\_report\\_2021\\_Capital\\_as\\_a\\_Force\\_for\\_Good\\_Report\\_v\\_F2.pdf](https://www.forcegood.org/frontend/img/2021_report/pdf/final_report_2021_Capital_as_a_Force_for_Good_Report_v_F2.pdf)

Furió, E. (2019). *BBVA and The Navigator complete Portugal's first sustainable commercial paper program*. Recuperado de <https://www.bbva.com/en/sustainability/bbva-and-the-navigator-complete-portugals-first-sustainable-commercial-paper-program/>

G-Advisory (2021). *Informe de Segunda Opinión sobre el marco normativo de referencia para la financiación vinculada a la sostenibilidad de El Corte Inglés*. Recuperado de



<https://www.elcorteingles.es/recursos/informacioncorporativa/doc/portal/2021/12/13/informe-de-segunda-opinion-marco-de-sostenibilidad.pdf>

Hill, A. (2021). The European Commercial Paper and Certificates of Deposit Market. *A white paper by the ICMA Commercial Paper Committee*. Recuperado de <https://www.icmagroup.org/assets/documents/9200-ICMA-European-Commercial-Paper-V2.pdf>

Iberdrola (2021). *Iberdrola lanza el mayor programa de pagarés sostenibles para una empresa española por 5.000 millones de euros*. Recuperado de <https://www.iberdrola.com/sala-comunicacion/noticias/detalle/iberdrola-lanza-mayor-programa-pagares-sostenibles-para-empresa-espanola-5-000-millones-euros>

ICMA (2021a). 2021/2022 Taskforces on Sustainable Financial Products. Recuperado de <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/ToR/Taskforces-on-sustainable-financial-productsToR-2021-2022-220921.pdf>

ICMA (2021b). *Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*. Recuperado de <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>

ICMA (2021c). *Social Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds*. Recuperado de <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Social-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>

IFR (2018). *Green Finance extends its Reach*. Recuperado de <https://www.ifre.com/story/1521096/green-finance-extends-its-reach-3xz3vl7sgm>

International Monetary Fund (2013). *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*. Recuperado de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/eds/Eng/Guide/index.htm>

Kacperczyk, M. y Schnabl, P. (2010). *When Safe Proved Risky: Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007-2009*. *Journal of Economic Perspectives*, 24 (1): 29-50. DOI: 10.1257/jep.24.1.29

Khadbai, B., Hay, J. y McLellan, L. (2021). CP to go as green as bonds. En *Global Capital*. Recuperado de <https://www.globalcapital.com/article/28wqa4zdn3ujrd1di1gjk/ssa/cp-to-go-as-green-as-bonds>

Lester, A. (2022) Introduction. En *Sustainable Bonds Insight 2022*. Environmental Finance, recuperado de <https://www.environmental-finance.com/content/downloads/sustainable-bonds-insight-2022.html>



Lucas Chinchilla, P. (2019). Los bonos verdes: una aproximación a la financiación sostenible a partir de bonos verdes. *Trabajo de Fin de Máster*, Universidad Nacional de Educación a Distancia, Madrid y Universidad Jaume I, Castellón de la Plana.

MARF (2022). *El MARF admite a cotización un nuevo Programa de Pagares Verdes de EiDF por 25 millones*. Recuperado de [https://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Nota-Prensa/20220128/nota\\_20220128\\_1/EI\\_MARF\\_admite\\_a\\_cotizacion\\_un\\_nuevo\\_Programa\\_de\\_Pagares\\_Verdes\\_de\\_EiDF\\_por\\_25\\_millones](https://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Nota-Prensa/20220128/nota_20220128_1/EI_MARF_admite_a_cotizacion_un_nuevo_Programa_de_Pagares_Verdes_de_EiDF_por_25_millones)

Millennium BCP (2021). *Millennium BCP and NOS launch commercial paper program linked to sustainability performance*. Recuperado de [https://ind.millenniumbcp.pt/en/Institucional/imprensa/Documents/2021/Millenniumbcp\\_NOS\\_sustainability\\_en\\_01072021.pdf](https://ind.millenniumbcp.pt/en/Institucional/imprensa/Documents/2021/Millenniumbcp_NOS_sustainability_en_01072021.pdf)

Münchener Hypothekenbank (2019). *MünchenerHyp will issue green Commercial Paper*. Recuperado de <https://www.muenchenerhyp.de/en/munchenerhyp-will-issue-green-commercial-paper>

Natixis (2020). *Natixis structurer for CADES's inaugural social bond issue, attracting unprecedented investor interest*. Recuperado de <https://newsroom-en.groupebpce.fr/news/natixis-structurer-for-cadess-inaugural-social-bond-issue-attracting-unprecedented-investor-interest-1187-8e037.html>

Onbrane (2022). *ESG CP Programmes April 2022*. Recuperado el 4 de junio de 2022 de <https://toucantoco.onbrane.app/cp-public-market-data/63908963>

OFISO (2022). Informe Anual Ofiso: *la financiación sostenible en España en 2021*. Recuperado de <https://www.bolsasymercados.es/docs/BME/docsSubidos/Sostenibilidad/Informe-Anual-OFISO-La-financiacion-Sostenible-en-Espana-en-2021.pdf>

Pikolín (2021). *Marco para la financiación vinculada a la sostenibilidad*. Recuperado de [https://issuu.com/descanso/docs/framework\\_pikolin\\_vfinal\\_publicacion?fr=sNzkzMjZNDQ3NDQ](https://issuu.com/descanso/docs/framework_pikolin_vfinal_publicacion?fr=sNzkzMjZNDQ3NDQ)

Quairet, A.L. (2020). *Unédic issued the two largest social bonds ever in the midst of the covid-19 crisis*. Recuperado de <https://gsh.cib.natixis.com/our-center-of-expertise/articles/unedic-issued-the-two-largest-social-bonds-ever-in-the-midst-of-the-covid-19-crisis>

Rabobank (2018). *Rabobank Launches First Ever ESG leader Commercial Paper and Certificate of Deposit Programme*. Recuperado de



<https://www.rabobank.com/en/press/search/2018/20180813-rabobank-launches-first-ever-esg-leader-commercial-paper-and-certificate-of-deposit-programme.html>

Rabobank (2021). *Rabobank Sustainable Debt Framework June 2021*. Recuperado de <https://www.rabobank.com/en/images/20210625-rabobank-sustainable-funding-framework.pdf>

Strategy& (2021). *Scaling the sustainable finance market: a cross-border financial market infrastructure-driven approach*. Recuperado de <https://www.strategyand.pwc.com/gx/en/insights/scaling-sustainable-finance-market.html>

Sustainabonds (2019). *MünchenerHyp adds green CP to ESG suite beside Pfandbriefe*. Recuperado de <https://sustainabonds.com/munchenerhyp-adds-green-cp-to-esg-suite-beside-pfandbriefe/>

Sustainalytics (2021). *Second Party Opinion: Getinge Social Finance Framework*. Recuperado de [https://www.getinge.com/dam/corporate/documents/investors/getinge-prospect/english/social\\_financing\\_framework\\_may\\_2021-en-global.pdf](https://www.getinge.com/dam/corporate/documents/investors/getinge-prospect/english/social_financing_framework_may_2021-en-global.pdf)

Terna (2021). *€1,000,000,000 euro-commercial paper programme for the issuance of notes and ESG notes*. Recuperado de [https://download.terna.it/terna/Terna\\_ECP\\_Information\\_Memorandum\\_8d94a98cf107396.pdf](https://download.terna.it/terna/Terna_ECP_Information_Memorandum_8d94a98cf107396.pdf)

The Navigator Company (2021). *Sustainability Report 2020*. Recuperado de <http://en.thenavigatorcompany.com/external/agenda2030/docs/navigator-sustainability-report.pdf>

United Nations (2022). *Financing for Sustainable Development Report 2022*. Recuperado de <https://desapublications.un.org/file/955/download>

URSSAF (2022). *Cadre d'émissions de titres négociables à court terme à caractère social*. Recuperado de <https://www.urssaf.org/files/contributed/investisseurs/francais/fichiers/ACOSS%20%20Framework%20Social%20NEU%20CP%20FR.pdf>

Van Dyck, P. (2022). *En Latest ESG Developments in the Short-Term Credit Markets*. Coloquio en línea de Fitch Ratings y CMD Portal, <https://events.fitchratings.com/latestesgdevelopmentsintheshor>

Vasakronan (2018). *Another world first, Vasakronan issues green commercial paper to finance green assets*. Recuperado de <https://vasakronan.se/pressmeddelande/another-world-first-vasakronan-issues-green-commercial-paper-to-finance-green-assets/>