

BONOS VERDES, BONOS SOCIALES Y BONOS SOSTENIBLES EN EL MERCADO DE CAPITALES

Pablo Epifanio

Abogado especializado en materia corporativa y Socio de RC Group.

Artículo publicado como parte del Tomo V de la Compilación de Artículos sobre la Regulación y el Funcionamiento del Mercado de Valores en Panamá difundido en Marzo de 2021.

La industria bursátil es, sin duda, uno de los motores de la economía mundial. Como participantes activos en el engranaje de la industria bursátil están bancos, financieras, empresas multinacionales que buscan financiamiento a un costo más barato, e inversionistas que buscan un rendimiento más alto que el que ofrecen las inversiones tradicionales.

El mundo por su parte está cambiando rápidamente, asuntos como el cambio climático, calentamiento global, desastres naturales, y bienestar social, cada día cobran más relevancia en todas las áreas, incluyendo en los objetivos empresariales de miles de empresas que se unen a la responsabilidad que todos tenemos de contribuir activamente para llegar a tener un mundo con menos desigualdad y con mayor conciencia ecológica.

Iniciativas como la Convención de París del 2015, unió a todas las naciones en un objetivo común consistente en el esfuerzo conjunto de combatir el cambio climático y mitigar sus efectos, incluyendo a países en desarrollo. Esta convención tuvo como principal objetivo dar pie a una estrategia global ante la amenaza del cambio climático a fin de mantener, en este siglo, el incremento del calentamiento global muy por debajo a los dos grados Celsius sobre los niveles preindustriales e inclusive realizar esfuerzos para limitar tal incremento a uno punto cinco grados Celsius. Para tal objetivo, nuevas tecnologías, fuentes de financiamiento y marcos reglamentarios son importantes para apoyar a los países en desarrollo a alinearse con la estrategia climática.

El concepto de la sostenibilidad desde la perspectiva empresarial consiste en que prevalezcan actividades que generen utilidades hoy, quizá en menos escala, pero que no pongan en riesgo las utilidades del mañana. Es decir, buscar opciones de generación de ingresos que tengan un impacto positivo, y, por ende, puedan ser desarrolladas a largo plazo, y a la vez, tomar decisiones a corto plazo que no impacten resultados a largo plazo. Por esto, estrechamente atado al concepto de sostenibilidad están las mejoras en el impacto que generamos en el medio ambiente y en la sociedad.

Producto de lo anterior, nacen precisamente los conceptos de bonos verdes, bonos sociales y bonos sostenibles, como iniciativa de emisores que buscan generar un impacto positivo a través del financiamiento de ciertas actividades con propósitos ambientales y/o sociales.

Desde la década de los 90' las inversiones sostenibles captaban la atención en el mercado de capitales, lo que llevó a la creación del índice bursátil *Dow Jones Sustainability Indices*

(*DJSI*), lanzado en 1999 en una colaboración entre Dow Jones & Company (adquirida posteriormente por News Corp) y la compañía de inversión internacional RebecoSam, ésta última especializada en inversiones sostenibles. Hoy en día, el índice *Dow Jones Sustainable indices (DJSI)* es parte de *S&P Dow Jones Indices*, en virtud del *joint venture* ejecutado en el año 2012 entre S&P Global, CME Group y News Corp. Este índice evalúa los resultados y criterios financieros, sociales y ambientales de empresas públicas, a fin de dar transparencia a aquellos inversionistas con apetito en inversiones sostenibles. Además, colateralmente, crea conciencia social y ambiental para aquellas empresas que deseen cumplir con los criterios para ser evaluadas en este índice. Notablemente, estos índices han demostrado en las últimas dos décadas mejores resultados que los índices bursátiles más tradicionales.

El primer programa de bonos verdes fue lanzado el 4 de julio de 2007 por el Banco de Inversión Europeo (*European Investment Bank*) con sede en Luxemburgo. A diciembre de 2019, bajo dicho programa se han captado alrededor de 26.7 billones de Euros en 13 divisas distintas. A partir de esta iniciativa, la emisión de estos instrumentos en el mercado de capitales se ha disparado en los trece años que han transcurrido desde entonces.

Los **bonos verdes** no son más que instrumentos de deuda cuyo propósito exclusivo es financiar o refinanciar, parcial o totalmente, proyectos con un impacto ambiental positivo, entre los cuales están, por ejemplo, aquellos relacionados con:

- Energías renovables (incluyendo producción, transmisión, aplicación y productos);
- Eficiencia energética (almacenamiento de energía, automatización de interconectividad de servicios públicos, etc);
- Prevención y control de contaminación (reducción de emisiones de gas, restauración de suelo, manejo y disposición de desechos, etc);
- Manejo ambiental de actividades agropecuarias, agrícolas e industriales (irrigación, acuicultura, reforestación, entre otros);
- Transporte sostenible; y
- Manejo de fuentes de agua o tratamiento de aguas residuales.

Los **bonos sociales** son instrumentos de deuda cuyo propósito es captar fondos en el mercado de capitales para financiar o refinanciar, exclusivamente, proyectos nuevos o existentes con un impacto social positivo.

Ejemplo de los tipos de proyectos más comúnmente financiados mediante la emisión y colocación de bonos social son los que busquen proveer o promover:

- Infraestructuras relacionadas a necesidad básicas (e.g. agua potable, alcantarillado, transporte, energía);

- Acceso a servicios esenciales (e.g. salud, educación, créditos y servicios financieros);
- Viviendas sociales;
- Generación de empleos;
- Seguridad alimentaria; y
- Avances socioeconómicos.

Estos propósitos van dirigidos a producir un impacto positivo en un segmento vulnerable de la población de cada mercado, como, por ejemplo, en:

1. Aquellas personas que viven en pobreza;
2. Comunidades marginadas o excluidas;
3. Grupos vulnerables, incluyendo como resultado de desastres naturales;
4. Personas con discapacidades;
5. Inmigrantes o personas desplazadas;
6. Personas con grado bajo o nada de educación;
7. Personas o comunidades con poco o nada de acceso a servicios básicos;
8. Personas desempleadas.

Los **bonos sostenibles** por su parte son instrumentos de deuda cuyo propósito es captar fondos en el mercado de capitales para financiar o refinanciar, exclusivamente, proyectos nuevos o existentes con una combinación de impactos sociales y ambientales; es decir, que combina los propósitos de los bonos verdes y los bonos sociales.

Para una adecuada estructuración de bonos verdes, bonos sociales y bonos sostenibles, existen cuatro elementos esenciales que deben implementarse: (1) uso de los fondos captados en el mercado de capitales, (2) evaluación y selección de los proyectos a financiar, total o parcialmente, (3) manejo de los fondos captados del mercado de capitales y (4) reportería. Estos cuatro elementos conforman los principios angulares de las emisiones sostenibles que fueron formulados por la Asociación Internacional del Mercado de Capitales (o ICMA por sus siglas en inglés), y que constituyen una guía voluntaria que se recomienda en emisiones sostenibles para lograr la transparencia, revelación de información e integridad que se busca desarrollar en el mercado abierto de estos instrumentos.

(1) Uso de los Fondos Captados en el Mercado de Capitales

Como hemos mencionado, la piedra angular de toda emisión de bonos verdes, bonos sociales y bonos sostenibles se basa en el uso de los fondos captados del mercado de capitales en proyectos con un impacto positivo social y/o ambiental, según sea el caso. Este uso debe estar claramente descrito y exhaustivamente detallado en la documentación legal de los bonos. Todos los proyectos a financiar parcial o totalmente, con productos captados de bonos verdes, bonos sociales y bonos sostenibles, deben proveer claramente un beneficio social y/o

ambiental, según sea el caso, que deberá ser evaluado y, en lo posible, cuantificado por el emisor.

(2) Evaluación y Selección de los Proyectos a Financiar

El emisor de bonos verdes, bonos sociales o bonos sostenibles deberá comunicar claramente a sus inversionistas: (i) los objetivos sociales y/o de sostenibilidad ambiental, (ii) el proceso mediante el cual, el emisor determina como los proyectos encajan dentro de las categorías elegibles para bonos verdes o bonos sociales y (iii) los criterios de elegibilidad, incluyendo los criterios de exclusión o cualquier otro proceso aplicado para identificar y manejar riesgos sociales y ambientales asociados con los proyectos.

Los emisores deben a su vez revelar cualquier certificación o estándar requeridos en su proceso de selección de los proyectos a financiar.

(3) Manejo de los Fondos Captados del Mercado de Capitales

El producto neto de la colocación de los bonos verdes, sociales o sostenibles en el mercado de capitales debe ser monitoreado de manera apropiada, de forma que pueda fácilmente evidenciar el uso de los fondos de la manera indicada en los documentos legales de la oferta pública. Para lo anterior, se recomienda que el producto neto de la colocación de los bonos sea acreditado en una cuenta o sub-cuenta especial del emisor, de manera que quede segregado de otros fondos del emisor, y así se tenga un mejor control del uso dado a dichos dineros.

Siempre que existan bonos verdes, sociales o sostenibles emitidos y en circulación, el balance del producto neto de la colocación de ellos debe ser monitoreado y periódicamente ajustado en base a los desembolsos asignados y distribuidos a cada proyecto elegible durante la vigencia de los bonos. El emisor también debe dar a conocer al público inversionista las inversiones transitorias que pretende realizar con los fondos captados del mercado de capitales, mientras no sean distribuidos ni asignados a ningún proyecto en particular.

(4) Reportería

El emisor deberá preparar y mantener información actualizada de fácil acceso respecto al uso de los fondos captados en la colocación de los bonos verdes, sociales y sostenibles en el mercado de capitales para ser revisada, periódicamente, hasta que los mismos sean desembolsados en su totalidad para el financiamiento o refinanciamiento de proyectos elegibles. Estos reportes periódicos deberán incluir, al menos, (i) un detalle de los proyectos elegibles a los cuales se le ha distribuidos fondos del producto neto de la colocación de los bonos, (ii) una descripción completa de dichos proyectos, (iii) las sumas desembolsadas a cada uno y (iv) el impacto esperado de cada proyecto financiado o refinanciado. La transparencia es elemental al momento de comunicar el impacto esperado de los proyectos a los inversionistas, de modo que los emisores deben implementar mecanismos para monitorear, en lo posible, los hitos alcanzados del impacto esperado del proyecto respectivo, ya sea ambiental o social. Estos informes deben quedar disponibles en beneficio de los inversionistas de los bonos.

Un requisito necesario para efectos de validar la adecuada implementación de los elementos antes mencionados es la revisión externa de los mismos. Así, usualmente, el emisor designa consultores externos o instituciones acreditadas para, por un lado, facilitar, y, por el otro verificar, el cumplimiento de tales preceptos. Estos son empresas especializadas, de reconocida experiencia en materias de sostenibilidad ambiental, asuntos socioeconómicos y aspectos relacionados en la oferta pública de bonos verdes, sociales y sostenibles. Generalmente, los consultores diseñan para el emisor un marco de reportería, mientras que las instituciones acreditadas verifican y dan seguimiento a la emisión y uso del producto neto captado del público inversionista.

Los consultores externos propiamente, por lo general, prestan entre otros servicios accesorios, lo siguientes:

1. Opinión Especializada: Dado el carácter especializado del consultor externo, y siempre que exista independencia con el emisor, el consultor puede emitir una opinión versando sobre los objetivos del programa de los bonos, su estrategia, políticas y procesos relacionados a la sostenibilidad ambiental y/o social, y por supuesto, una evaluación precisa de los componentes ambientales de los proyectos que serán objeto de fondeo con el producto neto de los fondos captados con la colocación de los bonos. En aquellos casos, en donde el consultor participó activamente en colaboración con el emisor, el estructurador o el suscriptor de los bonos, se deberán implementar medidas y procedimientos apropiados (eg. Barreras de información, equipos segregados, etc) dentro de la entidad, para asegurar una independencia al momento que este tipo de opiniones sean emitidas por la empresa consultora.

2. Verificación: El emisor puede obtener una verificación independiente de los criterios de elegibilidad o procedimientos relacionados con la selección de los proyectos con fines sostenibles y/o sociales. La verificación podría tener como objetivo evaluar estándares o comprobar la certeza de declaraciones que el emisor haya efectuado en los documentos legales de los bonos, o también podría versar sobre la evaluación sostenible desde el aspecto ambiental o social de los proyectos elegidos para ser financiados o refinanciados con los fondos captados en el mercado de capitales. Asuntos como el método mediante el cual el emisor da seguimiento al uso del producto neto captado de la colocación de los bonos, la asignación de los fondos captados de los bonos para financiamiento o refinanciamiento de proyectos, el impacto ambiental generado y la correcta estructura de la reportería de la emisión son, regularmente, objeto de verificación de estas empresas consultoras.

Las instituciones acreditadas por otra parte se encargan de las siguientes funciones:

1. Certificación. Un emisor puede obtener una certificación que evidencie un estándar o calificación asociada a los bonos, su estructura y el manejo de los fondos captados por los bonos en el mercado de capitales, otorgada por instituciones independientes calificadas y acreditadas (e.g. CBI).

2. Calificación: Un emisor puede obtener una calificación relacionada a los bonos, los términos del programa, el uso y manejo de los fondos captados en el mercado de capitales y los criterios de selección de proyectos a financiar o refinanciar, luego de una evaluación

comprensiva por parte de instituciones independientes calificadas y acreditadas (eg. calificadoras de riesgo, *research providers*, entre otros), de conformidad con una metodología de calificación establecida. Estas calificaciones son independientes de las calificaciones de riesgo de crédito del emisor.

Las verificaciones externas pueden ser parciales cubriendo solo ciertos aspectos del emisor de bonos verdes, sociales o sostenibles, o completas evaluando todos los componentes de la estructura de la emisión de los bonos.

Las estructuras más comúnmente observadas de bonos verdes, sociales o sostenibles son las siguientes:

- **Bonos Estándares:** consistentes en instrumentos de deuda cuya principal fuente de pago proviene del crédito general del emisor, y que pueden estar garantizados o no.
- **Bonos con cesión de flujos:** consistentes en instrumentos de deuda cuya principal fuente de pago proviene de los flujos de caja de un activo productivo del emisor.
- **Bonos Garantizados con el Proyecto:** consistentes en instrumentos de deuda en el cual los inversionistas tienen el riesgo de uno o varios proyectos y reciben los flujos de estos.
- **Titularizaciones:** consistentes en bonos emitidos por vehículos de propósito especial o estructuras que monetizan los flujos esperados de uno o varios proyectos, que no son respaldados por el crédito general del emisor, y cuya fuente de pago se basa únicamente en los flujos de los proyectos cedidos a la estructura o vehículo especial. Un ejemplo de estas titularizaciones son bonos respaldados y garantizados por proyectos inmobiliarios sociales, hospitales y escuelas.

En lo que respecta a América Latina, la empresa peruana Energía Eólica, una operadora de proyectos de energía eólica, se convirtió en diciembre del año 2014, en el primer emisor latinoamericano de bonos verdes, al realizar una oferta pública de bonos verdes de hasta US\$204 millones de dólares, con una tasa de 6% y un vencimiento en el año 2034 para financiar la construcción de dos parques eólicos en el norte de Perú. Aunque esta oferta pública de bonos no fue la primera en financiar proyectos de energías renovables en América Latina (dos emisiones destinadas a financiar un proyecto eólico en Oaxaca, México fueron colocadas en el 2012), ésta fue la primera emisión de bonos certificada en la región por instituciones acreditadas que validaron el cumplimiento de los preceptos claves que caracterizan los bonos verdes, antes detallados en este artículo. De conformidad con las estadísticas de Climate Bonds Initiative, al año 2019 los emisores latinoamericanos han contribuido 2% del volumen de las colocaciones de bonos verdes a nivel global, con un 41% de éstos por emisores de Brasil. En el 2019, hubo un incremento sustancial en la región de emisiones de bonos verdes, con el gobierno de Chile realizando dos colocaciones de bonos verdes. Conforme a información estadística al año 2019, Brasil domina la región en cuanto a colocaciones de bonos verdes con 41%, seguido por Chile con un 25% y México con un 14%. El resto de los países América Latina y el Caribe representa, en conjunto, el 20% restante.

El sector más financiado con bonos verdes en América Latina es el energético con más de la mitad de los fondos captados en el mercado de capitales dirigido a financiar proyectos eólicos y solares en la región. Aunque los emisores de América Latina tienen como común denominador financiar o apoyar proyectos sostenibles, existen diferencias importantes en la naturaleza de éstos, por ejemplo, en Brasil prevalecen los emisores de bonos sostenibles que no son instituciones financieras, en Chile las emisiones de bonos sostenibles han sido realizadas por el gobierno, en México por bancos y en Argentina por gobiernos locales. Los gobiernos de Perú y Colombia igualmente han manifestado su intención de emitir bonos sostenibles soberanos en el corto plazo.

En Panamá, Corporación Interamericana para el Financiamiento de la Infraestructura, S.A. (CIFI), se convirtió en el primer emisor de bonos verdes al lanzar, en el año 2019, un programa rotativo de bonos verdes hasta por la suma de US\$200,000,000.00, autorizado por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá mediante Resolución SMV No. 337-19 de 20 de agosto de 2019. El producto de estos bonos verdes se usará para el crecimiento de la cartera crediticia de dicha institución financiera para financiar a los más de doscientos proyectos sostenibles que son parte de su portafolio en la región por más de 1.5 billones de dólares. MMG Bank asumió el rol de estructurador de esta oferta pública, y Morgan & Morgan fungió como asesor legal de la misma.

Tras haberse registrado dicha emisión en octubre de 2019, Corporación Interamericana para el Financiamiento de la Infraestructura, S.A. (CIFI) anunció públicamente la primera colocación a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., por 20.5 millones de dólares. Entre los inversionistas que adquirieron estos bonos, están inversionistas instituciones, incluyendo el banco estatal, la Caja de Ahorros.

Atado a estos primeros esfuerzos, el 24 de octubre del 2019, la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., celebró el lanzamiento de la guía para la Emisión de Valores Negociables Sociales, Verdes y Sostenibles. El objetivo de la guía fue ofrecer al mercado lineamientos de buenas prácticas y parámetros para la emisión de valores negociables sociales, verdes y sostenibles (Valores Negociables SVS) y al mismo tiempo reforzar la importancia de realizar exitosamente inversiones de impacto positivo. Este hito fue un paso positivo y demostró el compromiso de dicha organización autorregulada en atender con urgencia el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas y acortar el tiempo para lograr el Acuerdo de París durante la próxima década.

La Bolsa de Valores de Panamá trabajó junto a Climate Bonds Initiative (CBI) dicha guía que cuenta con información valiosa para los emisores, inversionistas, estructuradores y el resto del mercado, que incluye desde temas generales, marcos conceptuales, normativas, principios, buenas prácticas, requisitos del emisor previo al registro de una emisión, el proceso de registro, beneficios de emisiones sostenibles para los inversores y emisores, preguntas frecuentes, y en general busca servir de guía para las emisiones sostenibles. Dicha guía tuvo como objeto brindar orientación con respecto a las pautas que deben cumplir las emisiones para considerarse verdes, sociales o sostenibles.

En cuanto a las perspectivas de emisiones de bonos verdes, sociales y sostenibles en la región de América Latina y el Caribe, según Climate Bonds Initiative (CBI):

1. Se continuará viendo un incremento en emisiones de bonos verdes, sociales y sostenibles con nuevos emisores y países participando en este mercado. Estas emisiones se basarán en las fortalezas de los mercados de bonos verdes en Brasil, Chile y México, y se beneficiarán de las buenas prácticas adoptadas en la región, incluyendo credenciales y revisión externa.

2. Inversiones en agricultura sostenible y los denominados *proyectos azules* que son aquellos relacionados con actividades de conservación de los océanos, son importantes como tareas para la región y será necesario una estrategia regional para los gobernantes de la región que debe ser prioritaria. El entendimiento de ambos sectores es clave para encontrar soluciones a los problemas de ambos sectores en la región.

3. Bonos verdes, sociales y sostenibles soberanos como los colocados por Chile en el 2019, así como aquellos emitidos por Argentina han destacado en el sector público, y constituyen un ejemplo y un camino a seguir para financiar infraestructura sostenible en la región. Con Perú y Colombia habiendo anunciado su intención de emitir bonos verdes soberanos en el corto plazo, se vislumbra un incremento de la participación de gobiernos en el mercado de bonos verdes, sociales y sostenibles en la región.

4. Se espera que el Banco Interamericano de Desarrollo y la Corporación Financiera Internacional parte del Banco Mundial, continúen participando activamente en el mercado de bonos verdes, sociales y sostenibles, siendo inversionistas anclas de estos instrumentos en la región. Esto genera un clima de confianza y credibilidad y atrae la inversión extranjera con apetito en estos instrumentos.

5. Las bolsas de valores y los organismos autorregulados juegan papel importante al promover inversiones en bonos verdes, sostenibles y sociales. La Bolsa de Valores de Panamá, S.A., ya ha contribuido con una primera iniciativa con la guía para la Emisión de Valores Negociables Sociales, Verdes y Sostenibles descrita en párrafos anteriores.

6. Los marcos regulatorios y políticas serán instrumentos importantes para promover las inversiones en proyectos sostenibles. Aunque aún las regulaciones comprensivas en estas materias no existen en la mayoría de los países de América Latina y el Caribe, varios gobiernos han tomado el primer paso en la dirección correcta. Además, gobiernos de la región pudiesen considerar proveer apoyo a los emisores de estos instrumentos en forma de incentivos fiscales para impulsar el desarrollo del mercado en América Latina y el Caribe.

7. Para efectos de mejorar la transparencia en emisiones de bonos verdes, sociales y sostenibles, plataformas tecnológicas pudiesen aportar para centralizar información del mercado de bonos verdes, sociales y sostenibles, y hasta estandarizar la reportería por parte de los emisores. En ese sentido, el Banco Interamericano de Desarrollo se encuentra desarrollando una plataforma para bonos verdes en la actualidad.

Conclusión.

Mientras los gobiernos de América Latina siguen con miras a implementar los acuerdos adoptados en el Convenio de París 2015, buscando combatir el cambio climático e implementando fuentes de energía sostenibles, se percatan de que las fuentes de financiamiento tradicionales no son suficientes. En ese sentido, el mercado de bonos verdes ha sido y será instrumental para captar fondos, y así financiar proyectos sostenibles que busquen cumplir con los compromisos del Convenio de París 2015.

La región de América Latina y el Caribe ha concretado exitosamente varias colocaciones de bonos verdes en los mercados locales e internacionales en los últimos años. La mayor parte de estas colocaciones se ha enfocado en energía, transporte, reforestación, control de contaminación, conservación de biodiversidad y tratamiento de aguas residuales.

Los países más activos en el mercado de bonos verdes, sociales y sostenibles han lanzado iniciativas enfocadas en promover inversiones en estos instrumentos. Tal ha sido el efecto, que en los últimos tres años se ha incrementado sustancialmente el mercado de bonos verdes, sociales y sostenibles en la región, siendo el 2018 el año más sobresaliente con un crecimiento del 85%.

Es importante promover y dar visibilidad al mercado de bonos verdes, sociales y sostenibles para atraer inversionistas tanto individuales como institucionales que busquen invertir en este tipo de valores.

En lo que respecta a Panamá, probablemente falta proveer un marco regulatorio adecuado de bonos verdes, sociales y sostenibles que ofrezca beneficios adicionales al emisor, quizá en forma de incentivos fiscales, para ayudar al emisor a mitigar los costos de revisión externa de estos valores, y, a su vez, establezca las condiciones apropiadas para que más empresas busquen financiamientos sostenibles mediante la figura de estos bonos en el mercado doméstico.

No obstante, instituciones gubernamentales y autoridades administrativas panameñas están tomando conciencia de la importancia de los riesgos sociales y ambientales en las diferentes áreas de la economía nacional, y, por ejemplo, la Superintendencia de Bancos de Panamá ha reformado su Acuerdo SBP 8-2010 sobre la gestión integral de riesgos, incluyendo entre los riesgos relevantes de cada banco a monitorear y revelar, el riesgo social y ambiental. Iniciativas como éstas, causaran que las empresas empiecen a dar prioridad en lo que respecta a la sostenibilidad ambiental y social de sus operaciones, y abre la puerta para que nuevos participantes que opten por buscar financiamiento de proyectos sostenibles acudan al mercado de capitales para emitir valores como bonos verdes, bonos sociales o bonos sostenibles a fin de captar fondos del público inversionistas.

El equipo de RC Group está a su disposición si necesita cualquier asesoría acerca de este asunto.