

Los bonos sociales

Algunas consideraciones para su desarrollo en el mercado peruano

Miluska Jazmin GUTIÉRREZ VEGA*

En el presente artículo se analiza de manera general en qué consisten los denominados bonos sociales. Del mismo modo, se describen algunos aspectos legales a considerar en el marco de negociaciones para emisiones de este tipo de bonos temáticos. El año 2020, aunque para muchos fue un año de retracción económica, no ha significado lo mismo para los bonos verdes y los bonos sociales, que han encontrado en la pandemia la oportunidad para impulsar el ya conocido financiamiento sostenible. En el presente documento, se mostrarán también algunos datos de la evolución de estas emisiones, junto con estadísticas de estos instrumentos financieros. Las cifras identificadas anticipan una exitosa proyección de emisiones futuras en Latinoamérica y específicamente en Perú.

MARCO NORMATIVO:

Decreto Supremo N° 093-2002-EF.- Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores: arts. 86 a 97.

PALABRAS CLAVE: Bonos sociales / Mercado de capitales / Financiamiento sostenible / Bonos temáticos / Financiamiento alternativo / Impacto social / Tercero experto

Recibido: 05/11/2021

Aprobado: 18/11/2021

INTRODUCCIÓN

Impact Investment se ha convertido en una frase muy utilizada en los últimos años. Esta expresión alude a los inversionistas que integran consideraciones sociales y medioambientales en la investigación, el análisis y la selección de inversiones, o que adoptan criterios de selección que excluyen a los beneficiarios que tienen un impacto negativo o no suficientemente positivo en el medio ambiente o

* Magíster en Derecho Bancario y Financiero (LLM) por la Pontificia Universidad Católica del Perú; diplomada en Tributación Empresarial por la Universidad ESAN y en Derecho Financiero por la Universidad del Pacífico (2013). Su trabajo ha sido reconocido por Chambers & Partners, al ser señalada como *Associate to Watch* (2021 y 2022). Asociada sénior del departamento corporativo en la oficina de Lima de GARRIGUES. Abogada especializada en operaciones financieras y corporativas, financiación de proyectos y mercado de capitales, así como en aspectos regulatorios (bancario y mercado de capitales).

la sociedad, así como los beneficiarios que no se gestionen de forma suficientemente transparente y participativa. En efecto, se ha señalado que una economía global sostenible requiere que, entre otros, las inversiones o la ampliación de las mismas generen impactos positivos en el área ambiental, social y de gobierno corporativo. Para Lenzi (2021), los estudios empíricos del mercado europeo muestran que los inversores institucionales (principalmente fondos de pensiones y aseguradoras) invierten cada vez más en organizaciones, empresas y proyectos que tienen un impacto social y medioambiental positivo, y en los últimos años hemos sido testigos de la aparición de varias formas de financiación social.

En ese escenario, cobran especial importancia los denominados bonos temáticos, los que tienen la particularidad de que los fondos o recursos obtenidos de su emisión son asignados de forma específica a inversiones con beneficios ambientales o sociales positivos, contribuyendo así a la agenda de la sostenibilidad. Del mismo modo, la emisión de este tipo de deuda importa un proceso de evaluación particular según estándares internacionales, conforme detallaremos en el presente documento. Los bonos temáticos pueden ser emitidos por corporaciones, instituciones financieras, proyectos (bonos de proyecto), e incluso por gobiernos estatales mediante bonos soberanos, para financiar o refinanciar, parcial o totalmente, activos o proyectos nuevos y/o existentes.

De acuerdo con *Climate Bonds Initiative* (CBI, 2021) el mercado de bonos sociales se disparó en el 2020 registrando un aumento de más de 10 veces (1017 %) de un año a otro, el mayor crecimiento anual en cualquier tema desde el inicio

del mercado de deuda social. El número de emisores que utilizan etiquetas sociales creció en un número igualmente y abarcó una gama más amplia de países y monedas. Del mismo modo, el reporte en cuestión indica que, en volumen de deuda sostenible, la temática social cubre un 18 %. El inesperado crecimiento puede atribuirse, según CBI (2021) en gran medida a los efectos de la pandemia de COVID-19 y al creciente deseo de los emisores de bonos de abordar de una manera más estratégica temas de salud y otros de índole social. Sin duda, los bonos pandémicos contribuyeron sustancialmente al crecimiento y representaron el 34 % de las emisiones de bonos sociales del 2020.

«Los denominados bonos temáticos, los que tienen la particularidad de que los fondos o recursos obtenidos de su emisión son asignados de forma específica a inversiones con beneficios ambientales o sociales positivos, contribuyendo así a la agenda de la sostenibilidad».

Para Latinoamérica, de forma específica, el panorama es el mismo. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2021) reveló que, durante el primer trimestre del año 2021, la emisión total de bonos de América Latina y el Caribe en los mercados internacionales alcanzó la cifra récord de

US\$ 52 millones. La anterior no solo es la más alta registrada en la historia de la región, sino que, a su vez, representa una variación del 16 % frente al mismo periodo de 2020, y del 89 % si en comparación con el último trimestre de ese mismo año. El informe de CEPAL (2021) indica que una de las tendencias más marcadas entre las emisiones de bonos de la región fue la compra de bonos verdes, sociales y sostenibles que, para finales de abril del 2021, registraron una cifra récord de US\$ 16,6 millones y una participación del 22,8 % entre el total de bonos emitidos durante el periodo enero-abril.

El incremento en esta categoría de bonos duplicó lo logrado en 2020, cuando la participación fue de apenas el 9,3 %. En tanto, en el periodo analizado los bonos vinculados a sostenibilidad fueron los más utilizados, con una participación del 35 %; luego, los bonos de sostenibilidad, con un 26 %; los sociales, que movieron un 21 %; y, finalmente, los bonos verdes, que representaron el 17 % del total de emisiones.

En ese sentido, sin duda alguna y con el respaldo de las cifras señaladas, podemos afirmar que el inicio de la pandemia COVID-19 ha acelerado la realización de emisiones con productos financieros de esta naturaleza y han cobrado especial relevancia en las circunstancias particulares en la que nos encontramos. Alternativas viables y nuevas de fuentes de financiamiento para emisores incluyen este tipo de bonos.

Hay una variedad de bonos temáticos, cada uno atendiendo a un tipo especial de uso de los recursos (i.e. bonos verdes, bonos azules, bonos sociales, bonos sostenibles, entre otros). En el presente artículo, nos enfocaremos en los bonos

sociales. Del mismo modo, es importante repasar el marco regulatorio de los mismos (de existir), los retos y los desafíos de instrumentos financieros con características sociales y las innovaciones que empieza a exigir el mercado local y extranjero. Finalmente, consideramos relevante mencionar algunas experiencias comparables con el mercado y que podrían ser una guía interesante para la emisión de bonos sociales en el Perú.

La emisión de bonos sociales en América Latina todavía es reciente, pero distintas entidades multilaterales siguen viendo un potencial significativo en su crecimiento y masividad, lo que incluye no solo a emisores corporativos de gran tamaño, sino a emisores gubernamentales de deuda sostenible.

I. ¿QUÉ SON LOS BONOS SOCIALES?

Para la *International Capital Market Association* (ICMA, 2021), los bonos sociales son aquellos cuyo uso de los ingresos provenientes de su colocación son destinados a proyectos nuevos y existentes con resultados sociales positivos. En esta definición, justamente, surge la primera pregunta: ¿qué debería entenderse por “impacto social” o por “resultados positivos”? Aquí la doctrina no es unánime. Sin embargo, a lo largo del documento trataremos de ensayar alguna definición tentativa o preliminar.

Por su parte, la misma entidad indica que los Principios de Bonos Sociales (PBS) promueven la integridad en el mercado de bonos sociales a través de guías que recomiendan transparencia, divulgación y reportes. Están destinados a ser utilizados por los participantes del mercado y están diseñados para impulsar

la provisión de la información necesaria para aumentar la asignación de fondos a proyectos sociales. En efecto, las emisiones alineadas con los PBS deben proporcionar credenciales sociales transparentes junto con una oportunidad de inversión. Esta combinación es lo que hace tan atractiva este tipo de inversión.

Los PBS, actualizados a partir de junio de 2021 (ICMA, 2021), son directrices de proceso voluntarias que recomiendan la transparencia y la divulgación, así como promueven la integridad en el desarrollo del mercado de bonos sociales al aclarar el enfoque para la emisión de un bono social. Los PBS recomiendan un proceso y una divulgación claros para los emisores, que los inversores, los bancos, los suscriptores, los organizadores, los agentes de colocación y otros pueden utilizar para comprender las características de cualquier bono social. Dichos principios resaltan la importancia de la divulgación y el contenido de la información que debe ser revelada para que los inversionistas entiendan las implicancias de una inversión de tal naturaleza. Los PBS tienen cuatro componentes principales: 1. Uso de los fondos; 2. proceso para la evaluación y selección de proyectos; 3. administración de los fondos; y 4. informes periódicos; todos ellos los analizaremos más adelante.

De la misma forma, según el *Green Finance for Latin America and the Caribbean* (GFL) (2021), se consideran bonos sociales a cualquier tipo de instrumento de deuda en el que los ingresos se destinen exclusivamente a financiar o refinanciar en parte o en su totalidad proyectos sociales nuevos o existentes que reúnan las condiciones necesarias y que estén alineados con los cuatro componentes básicos de los PBS.

Se entiende además que ciertos proyectos sociales también pueden tener beneficios colaterales ambientales, y que la clasificación de un uso de fondos como bonos sociales debe ser determinada por el emisor en sus objetivos principales para los proyectos subyacentes. Otro aspecto importante es que los bonos sociales no deberían considerarse fungibles con los bonos que no están alineados con los cuatro componentes centrales de los PBS.

De acuerdo a los PBS, los proyectos sociales buscan promover o proporcionar entre otros: (a) una infraestructura básica asequible (por ejemplo agua potable, alcantarillado, saneamiento, transporte); (b) acceso a servicios esenciales (por ejemplo salud, educación y formación profesional, asistencia sanitaria, financiación y servicios financieros); (c) vivienda asequible; (d) generación de empleo a través de potenciar la financiación de la pequeña y mediana empresa; (e) seguridad alimenticia y; (f) fortalecimiento y avance socioeconómico.

A modo de resumen, podemos destacar que hay tres características importantes a considerar para identificar la potencial existencia de un bono social:

- 1) **¿Quién es el encargado de lograr el impacto social (emisor o beneficiario), y sobre qué base legal?:** de forma tradicional y como cualquier otro tipo de deuda, los bonos sociales son emitidos por vehículos de propósito especial, corporaciones, u otro tipo de vehículos. Los beneficiarios, por su parte, son aquellos que, siendo contractualmente definidos como tal, son los encargados de “generar” el impacto social.

- 2) **La definición del “impacto social”:** hemos señalado que no existe una definición única sobre este punto. En tal sentido, hay algunas cuestiones que pueden ser interesantes de analizar como el tipo de actividades que no pueden ser financiadas con los fondos derivados de los bonos sociales, e incluso utilizar términos generales y no acotados a una actividad específica que puede generar que la finalidad del bono termine por perderse.

“El inicio de la pandemia COVID-19 ha acelerado la realización de emisiones con productos financieros de esta naturaleza y han cobrado especial relevancia en las circunstancias particulares en la que nos encontramos. Alternativas viables y nuevas de fuentes de financiamiento para emisores incluyen este tipo de bonos”.

- 3) **¿Cuál es la remuneración del inversor?:** en su mayoría, estos bonos son corporativos con una calificación adicional, cuyo uso de fondos tiene un propósito social específico. No obstante, según Lenzi (2021), hay emisiones sin retorno financiero lo que tal vez podría hacer más difícil su

colocación en un mercado como el nuestro.

II. ¿POR QUÉ HAY POTENCIALIDAD EN EMISIONES DE BONOS SOCIALES?

Sin duda alguna, emitir este tipo de bonos, por los procesos externos y de verificaciones a seguir, implica un costo adicional para los emisores. Sin embargo, es relevante reconocer los beneficios que generan este tipo de emisiones, no solo para las empresas que los emiten sino para quienes los adquieren.

Según Yáñez-Cabrera y Peña-García (2021), para los emisores, este tipo de bonos implica diversificar fuentes de financiamiento; obtener financiamiento más barato de acuerdo al monto de emisión; destinar los recursos obtenidos a proyectos de mediano y largo plazo; incrementar y diversificar en número de sus inversionistas especialmente aquellos que tienen enfoque verde o social con quienes no podrían tener acceso directo empleando valores mobiliarios tradicionales; fortalecer su marca y uno de los más relevantes, crecer en el ámbito reputacional por temas de compromiso social y transparencia de información. Podemos sumar el hecho de que atienden un riesgo social o responden a un desafío social y permiten alinear los objetivos del emisor.

Por su parte, los inversionistas se benefician de contar con un portafolio diversificado, podrían estar expuestos en menos medida a conflictos sociales y les permite otorgar, de forma indirecta, financiamientos que benefician, entre otros, a poblaciones vulnerables mediante el impacto social que se busca lograr.

III. ¿CUÁL ES EL MARCO REGULATORIO PERUANO DE LOS BONOS SOCIALES?

Bajo la normativa peruana, no existe regulación específica para este tipo de bonos o requerimientos adicionales, salvo por lo señalado a continuación.

Sin perjuicio de que el presente artículo analiza meramente los bonos sociales y la regulación desde la perspectiva del mercado de valores, es interesante mencionar el Reglamento para la Gestión del Riesgo Social y Ambiental, aprobado por Resolución SBS N° 1928-2015. Según los considerandos del referido reglamento, el mismo fue emitido en un contexto en el que las empresas del sistema financiero venían adoptando voluntariamente prácticas de evaluación y gestión de riesgos sociales y ambientales de los proyectos y/o de sus proveedores primarios a los que otorgaban créditos. El argumento indicado por la SBS fue que si estas prácticas fueran implementadas de manera correcta y oportuna, ello se traduciría en menores riesgos para la entidad financiera, en mejoras en su reputación y valor, y especialmente en una mejor relación entre sus clientes y las comunidades, lo que a su vez podría contribuir a la disminución de la conflictividad social. Así, el objetivo del regulador bancario fue promover que las empresas implementen prácticas comunes de buen gobierno corporativo y gestión que procuren alinear los intereses de la entidad al cumplimiento de estándares que contribuyan a lograr un sistema sólido, íntegro y de respeto a la legalidad; mediante el establecimiento de requerimientos mínimos para la gestión del riesgo social y ambiental, de modo que se promueva el intercambio de buenas prácticas entre las entidades financieras y –de este modo– se

reduzca la probabilidad y severidad de los conflictos sociales asociados a las actividades económicas a las que otorgan crédito. Sin duda, según el IFC (2016), dentro de las iniciativas para la promoción de finanzas sostenibles, esta regulación puede ser considerada como un hito en el mercado local.

«La emisión de bonos sociales en América Latina todavía es reciente, pero distintas entidades multilaterales siguen viendo un potencial significativo en su crecimiento y masividad, lo que incluye no solo a emisores corporativos de gran tamaño, sino a emisores gubernamentales de deuda sostenible».

Ahora, en cuanto al tema específico de la emisión de deuda social en el mercado de capitales, no existe una definición específica o particular recogida por la normativa local, sino que la definición incluida por la Bolsa de Valores de Lima (BVL) es aquella señalada bajo los PBS (conforme hemos destacado anteriormente). Esto genera que, ante la ausencia de un marco regulatorio claro y específico, la definición y la regulación particular deben ser identificadas en las prácticas de mercado y conforme lo definan los entes privados que participan de este proceso.

En este sentido, la BVL ha creado recientemente un segmento especial para los

bonos sociales. A través de un marco elaborado por el emisor o un tercero independiente, se debe justificar por qué considera que los proyectos podrían ser elegibles como proyectos sociales. Del mismo modo, los bonos podrán negociarse por oferta pública o por oferta privada, los inversionistas que desean adquirir estos instrumentos podrán revisar la información del valor, publicada por el emisor.

En el marco del proceso de inscripción del valor en la BVL, siguiendo los PBS, para que un bono pueda ser considerado social, el emisor debe contratar un tercero independiente que elabore un reporte de segunda opinión. Asimismo, para inscribir valores en BVL como bonos sociales, el emisor debe cumplir con ciertos requisitos y obligaciones y, de cumplir con lo estipulado, la BVL otorgará los códigos nemónicos con inicial "S".

De forma posterior, luego de emitir un bono con categoría social el emisor o un tercero independiente debe elaborar anualmente un reporte de validación informando respecto al uso de los recursos, hasta el vencimiento del bono.

De forma resumida, la inscripción de un bono social en la BVL implica revelación de cierta información a los inversionistas. A continuación, describiremos el proceso de calificación/evaluación de un bono para que sea considerado como social.

1. Proceso de evaluación y selección de proyectos: el emisor de un bono social debe comunicar claramente a los inversionistas:

- El proceso por el cual el emisor determina cómo los proyectos encajan en las categorías de proyectos elegibles.

- Los criterios de elegibilidad correspondientes, incluyendo, si procede, los criterios de exclusión o cualquier otro proceso aplicado para identificar y gestionar los riesgos ambientales y sociales potencialmente importantes asociados a los proyectos.
- Comunicación clara con los inversionistas acerca del objetivo social.
- Procesos de transparencia y sostenibilidad social.

2. Administración de los ingresos: los fondos provenientes de la colocación de bonos sociales deben acreditarse en una subcuenta, o ser objeto de otro tipo de seguimiento por parte del emisor de manera adecuada. Asimismo, deben ser validados por el emisor en un proceso interno formal vinculado a las operaciones de préstamo e inversión del emisor para proyectos sociales. El emisor debe dar a conocer a los inversionistas de qué forma se procederá con la colocación temporal del saldo de los ingresos netos no asignados. Se recomienda el uso de un auditor o un tercero para el seguimiento y uso de los fondos recibidos.

3. Presentación de informes: los emisores deben poner a disposición del público información actualizada sobre el uso de los ingresos, el mismo que deberá ser actualizado anualmente hasta la asignación completa, y de forma oportuna en caso que se produzcan de acontecimientos importantes. Dicho informe anual debe incluir la lista del proyecto o proyectos a los cuales se han asignado los fondos derivados de la colocación de los bonos, así como su impacto previsto.

La información confidencial, que no se pueda poner a disposición, debe ser publicada de manera genérica o con base en porcentajes.

Se recomienda que, al emitirse este tipo de bonos, los emisores designen a agentes externos que confirmen su alineación con los PBS. Para tales efectos, se recomienda que se siga este proceso:

- **Certificación:** confirmación de que un bono cumple con los PBS.
- **Opinión de un tercero:** valoración del marco de referencia del emisor del bono social, confirmando el cumplimiento de los PBS. El tercero debe contar con experiencia en temas sociales.
- **Rating de bono social:** evaluación de la metodología respecto a un tercero, que considera los datos de desempeño social (separados de los *ratings* crediticios).
- **Verificación:** verificación por parte de un tercero, que confirme que los fondos están siendo usados conforme ha sido informado por el emisor a los inversionistas.

IV. ¿CUÁLES SON LOS ASPECTOS CONTRACTUALES A CONSIDERAR EN EMISIONES DE BONOS SOCIALES?

Los bonos sociales son instrumentos financieros estandarizados, en los que se supone y presume que los actores implicados actúan en interés de generar un impacto social positivo. Cualquier acción que desvíe o distorsione este interés dañará la integridad del mercado de bonos sociales, en perjuicio de

los inversores y de los emisores que realmente participan en este mercado por su impacto social.

En términos de objetivos, a nivel contractual de los bonos sociales, por el lado de los emisores, se busca que las empresas hagan lo que dicen que van a hacer en cuanto al uso de los fondos derivados de la colocación de bonos, mientras que, por el lado de los inversionistas, se busca preservar la integridad del mercado de bonos sociales, evitando que, por ejemplo, los agentes que participan en dicho mercado oculten herramientas financieras detrás de la etiqueta “social” al hacer más atractivos este tipo de bonos sobre la base de distorsiones en sus finalidades.

En ese sentido y alineado con los objetivos mencionados, el esquema contractual a ser diseñado (muy similar con lo que existe en los documentos marco que regulan la emisión de instrumentos de deuda tradicional), buscará atender o mitigar dos principales tipos de riesgos: en primer lugar, el riesgo del tenedor de bonos de que el emisor desvíe los recursos a otras actividades o temas, incumpliendo así su obligación de impacto social; y, en segundo lugar, cuando el impacto social no es generado por la inversión en sí misma, sino que requiere la colaboración del beneficiario, existe el riesgo adicional de que los recursos se desvíen tanto para el bonista como para el emisor. La existencia de estos riesgos exige, entonces, procedimientos de divulgación y monitoreo permanente. Asimismo, un aspecto clave también será el mecanismo de exigibilidad de cumplimiento de las obligaciones por parte del emisor y la contratación de terceros expertos que certifiquen la realización de los actos antes referidos.

1. Uso de los recursos de emisiones de bonos sociales

Aun cuando, en general, esta es una de las principales preocupaciones de los inversionistas cuando compran instrumentos de renta fija, al hablar de bonos sociales la preocupación del uso de los recursos (conforme a lo descrito en los documentos de la emisión) es aún mayor puesto que existen beneficiarios tangibles e identificables de los recursos obtenidos de la emisión en cuestión.

Los documentos de la emisión deberían revelar la existencia de cualquier relación económica entre el emisor y el beneficiario siempre que esta sea una entidad diferente (por ejemplo, que forme parte del mismo grupo empresarial o sea un socio estratégico). La lógica de este tipo de revelación y, de ser el caso, restricción, es evitar que el emisor utilice la emisión de este tipo de deuda para recaudar fondos que se empleen para financiar a los miembros de su grupo empresarial o socios económicos seleccionados. Todo tipo de relaciones económicas preexistentes y nuevas entre el emisor y el beneficiario debe revelarse a los bonistas, en el momento de la suscripción y en general en los reportes periódicos que se envían al representante de los obligacionistas.

En esa misma línea, los documentos de la emisión deberían incluir restricciones a la modificación de los criterios de elegibilidad de beneficiarios o temas relacionados al uso de los recursos obtenidos.

Se deben considerar también procedimientos para garantizar la trazabilidad de los ingresos. Por ejemplo, según los principios establecidos por la ICMA, la recaudación neta de los bonos sociales, o un importe igual a dicha recaudación neta, deberá abonarse en una subcuenta, para

mantener una clara distinción de dichos fondos; o se debe proceder de otro modo de manera apropiada, y verificada por el emisor en un proceso formal vinculado a las operaciones de préstamo e inversión del emisor para proyectos sociales.

“Los bonos sociales son aquellos cuyo uso de los ingresos provenientes de su colocación son destinados a proyectos nuevos y existentes con resultados sociales positivos”.

El emisor debería revelar a los inversores las operaciones de inversión realizadas para lograr el impacto social, especialmente cuando el beneficiario se identifica de forma genérica. Asimismo, es relevante que el emisor sea capaz de garantizar la correcta trazabilidad de los ingresos de los bonos, sobre todo cuando el emisor es la parte encargada de generar el impacto social. Este sería el caso, por ejemplo, de bonos sociales que sean emitidos para mejorar las externalidades sociales positivas de la empresa emisora en términos de formación de los empleados.

En línea con la relevancia de la información que debe ser puesta a disposición de los inversionistas, es importante destacar que la información debe actualizarse periódicamente y ser remitida con regularidad. Este mecanismo debería estar respaldado por el nombramiento de un auditor, encargado de validar la correcta canalización de los recursos.

2. ¿Pueden los bonistas ejercer control sobre la generación del impacto social?

De forma preliminar, como hemos señalado anteriormente, en ausencia de una definición legal precisa de lo que constituye “impacto social”, a efectos de tener un mecanismo de supervisión efectiva de la generación del beneficio, el impacto social debe determinarse en la documentación legal de la emisión de la manera más clara posible. Es decir, los emisores deberían detallar quién es el beneficiario, y de ser determinable describir de la forma más clara posible el criterio de elegibilidad que se seguirá para tales efectos, indicando la categoría del proyecto y de la empresa, el sector y –siempre que sea posible– la alineación con las directrices del mercado.

Otra información que debe desprenderse de la documentación de la emisión, es señalar en qué consiste este impacto social. Hemos indicado que este tipo de bonos no es expresamente regulado bajo la normativa peruana, sino que importa un proceso de registro adicional con la BVL; sin embargo, la emisión es como cualquier otra emisión de deuda local. En el mercado peruano aún no ha habido muchas emisiones de bonos sociales, pero creemos que el inversionista seguirá sofisticándose para requerir mayor información sobre el impacto social que pretende lograrse.

La lista del ICMA propone categorías indicativas de proyectos que recoge los tipos de proyectos más utilizados, apoyados, o potencialmente apoyados, por el mercado de bonos sociales.

La importancia de esta identificación es que, siempre que el impacto social se genere en favor de los beneficiarios

identificados por el emisor, la reputación del emisor y su futura capacidad de atraer nuevos fondos están condicionadas a la integridad de los beneficiarios y su capacidad de generar un impacto social efectiva. Por lo tanto, es crucial que la documentación legal identifique y evalúe claramente cómo se actualiza el impacto social por parte de la empresa financiada.

Esta información también debe comunicarse claramente a los titulares de los bonos. Además, cuando sea posible, la cuantificación del impacto social podría aumentar el atractivo de los bonos, pero no debería considerarse una característica fundamental. Lo que debería cuantificarse claramente es la cantidad de los ingresos destinados al beneficiario o al proyecto financiado.

3. Divulgación de información previa y continua

Una identificación más clara del impacto social en los documentos de la emisión puede simplificar el proceso de seguimiento. Sin embargo, la asimetría contractual de las partes implicadas y la heterogeneidad de los intereses tienden a socavar la fuerza de la supervisión y hacerla ineficaz.

Para capacitar a los inversores y hacer posible el proceso de supervisión, el emisor debe comunicar información transparente, precisa y completa a los tenedores de bonos.

La divulgación de información es el requisito previo de cualquier actividad de supervisión, por lo que la transparencia y la divulgación se vuelven cruciales para garantizar la integridad del mercado de los bonos sociales, así como para permitir una comparación con diferentes

productos financieros, creando así una igualdad de condiciones para los bonos sociales.

En algunos casos, cuando son compatibles con el marco jurídico nacional, pueden establecerse derechos administrativos para mejorar la supervisión. Los tenedores de bonos tradicionalmente no tienen poder para influir en la gestión de las empresas; normalmente no tienen derechos de voto ni otros derechos de gobierno.

«Emitir este tipo de bonos, por los procesos externos y de verificaciones a seguir, implica un costo adicional para los emisores. Sin embargo, es relevante reconocer los beneficios que generan este tipo de emisiones, no solo para las empresas que los emiten sino para quienes los adquieren».

Sin embargo, es posible regular o incluir mecanismos contractuales que incrementen las facultades de los inversionistas, al menos en términos de supervisión. Aunque no es común ni estándar, podrían establecerse derechos de los bonistas para participar, a través del representante de obligacionistas, en las juntas generales de accionistas del emisor en la que se traten temas relacionados a la aplicación de los

recursos, según los criterios de elegibilidad que se determinen en los documentos de la emisión. Podría parecer un mecanismo sobreprotector, por lo que deberá ser analizado caso por caso, dependiendo del sector del emisor, el tipo de emisor del que se trate y su track record en el mercado.

Finalmente, es importante destacar que la información no solo debe referirse a la utilización de los ingresos por parte del emisor, sino también a la actividad del beneficiario, y de forma más relevante, los avances que se muestren como consecuencia del impacto social que dichos fondos han generado.

4. La incapacidad de los beneficiarios para no alcanzar los resultados sociales establecidos en el contrato marco de emisión de bonos puede significar un perjuicio para el emisor

Desde la perspectiva de los emisores, una preocupación clave es la existencia y el contenido de políticas para supervisar el comportamiento del beneficiario y la consecución del impacto social.

El emisor debe crear los mecanismos necesarios para evaluar las ventajas de los beneficiarios al ser destinatarios de este tipo de flujos dinerarios.

Para ello, podría ser conveniente utilizar indicadores de rendimiento cualitativos y, cuando sea posible, cuantitativos.

En la misma línea que lo descrito anteriormente, al no ser información expresamente objetiva, cobra especial importancia la figura de un tercero que esté en la capacidad de validar la información que presente el emisor con relación a estos aspectos.

5. Sobre la credibilidad del destino de recursos

Si bien los mecanismos contractuales de seguimiento de la ruta de los ingresos, junto con la identificación de un beneficiario específico, y un procedimiento de divulgación adecuado podrían hacer que los bonos sociales fueran más atractivos en teoría, uno de los principales “peros” a este tipo de valores (aunque no muy distinto de los bonos corporativos en general) es el que el emisor no cumpla con sus obligaciones de destino de recursos y reporte posteriores. Para ello, se deberá verificar que los bonistas tengan los incentivos necesarios para controlar al emisor; y, por otro lado, que tengan la capacidad para tomar medidas en caso de incumplimiento. Ello porque si los bonistas siguen recibiendo el pago de los intereses de los bonos colocados, pueden decidir no invocar la existencia de un evento de incumplimiento por falta de cumplimiento de las obligaciones del emisor relacionadas a la naturaleza social de los bonos. En efecto, hemos destacado la importancia de la divulgación y las acciones de seguimiento. Sin embargo, ello puede resultar inútil si finalmente las medidas o remedios descritos contractualmente no son aplicados por parte de los bonistas. Es decir, los inversionistas deben asumir y tomar consciencia del tipo de bono que están adquiriendo.

Como hemos señalado, de forma general, el interés de los bonistas consiste en que se les devuelva el dinero y que su inversión sea económicamente recompensada a través del pago de un interés. Los intereses de los bonistas, a su vez, se satisfacen indirectamente por el interés de los accionistas en de obtener beneficios y los accionistas son los más motivados a la

hora de controlar la gestión de la empresa en cuestión: mientras la empresa sea solvente, los intereses de los accionistas y de los acreedores pueden considerarse alineados. Por el contrario, los accionistas no estarán necesariamente interesados en supervisar la consecución del impacto social en los casos de emisión de bonos sociales.

“Los bonos sociales son instrumentos financieros estandarizados, en los que se supone y presume que los actores implicados actúan en interés de generar un impacto social positivo”.

Así, un aspecto a tener en cuenta es que, a diferencia de los bonos corporativos tradicionales, el bonista ya no es el principal beneficiario, sino que las partes contratantes (los bonistas y el emisor) deciden voluntariamente beneficiar a un tercero. Sin embargo, existe la posibilidad que tanto los bonistas como el emisor dejen de lado la finalidad social y puedan acordar (incluso implícitamente) un uso diferente de los ingresos. Si se lleva a la práctica, este enfoque socavaría la credibilidad del instrumento financiero en el mercado y provocaría una importante distorsión de la competencia con otros emisores de bonos sociales. Para evitar estas desviaciones y para que el control sea eficaz, se pueden utilizar varios mecanismos contractuales en los que se incluya la participación de un tercero.

Adicionalmente, para Lenzi (2021), el contrato podría, por ejemplo, identificar un segundo beneficiario potencial con derecho a reclamar el producto de los bonos sociales en caso de incumplimiento del emisor, compensando así la inactividad del beneficiario original. Otro remedio que plantea el referido autor podría ser asignar un rol más activo al representante de los bonistas, y que sea responsable de supervisar el comportamiento del emisor en cuanto a la consecución del impacto social y de informar a los tenedores de bonos sobre sus hallazgos. Es decir, a diferencia de lo que vemos en el mercado actual, que las actividades de supervisión sean proactivas por parte de este agente. Consideramos que este mecanismo podría incrementar de forma sustancial los costos de estas emisiones, dado que son labores que implican la asunción de mayores responsabilidades por parte del representante de los obligacionistas, lo cual no es estándar en el mercado actualmente.

6. Consecuencias del incumplimiento de la obligación “social”

Desde la perspectiva del inversor, si el emisor no cumple con la obligación de reembolso se aplican los remedios tradicionales de ejecución, y el tenedor de bonos podría, incluso, acelerar los bonos, así como ejecutar las garantías que respaldan la emisión, de ser el caso.

Como hemos mencionado, aun cuando sería un incumplimiento bajo los documentos de la emisión, la falta de aplicación de los recursos según se indica en la documentación correspondiente, así como la obligación posterior de reporte podrían no gatillar efectivamente un evento de incumplimiento siempre que el emisor continúe efectuando los pagos

que correspondan a los bonistas. En tal medida, habría menos certeza en cuanto a las consecuencias a las que se podría enfrentar el emisor en caso de incumplimiento de su obligación de utilizar los ingresos para financiar proyectos o empresas sociales.

En ese escenario, valdría la pena hacernos algunas preguntas. Por ejemplo, ¿qué ocurre en caso de incumplimiento de la obligación de impacto social cuando esta requiere la colaboración del beneficiario? Al respecto, parece que se abren varias opciones:

- El emisor es el único responsable ante el obligacionista en caso de incumplimiento.
- El emisor y el beneficiario son responsables conjuntamente.
- La responsabilidad del emisor puede negociarse y excluirse por contrato, dejando al beneficiario como único responsable.
- El beneficiario como único responsable.

En todos los casos y a efectos de alinear los intereses de los bonistas con los del emisor, es necesario que el único responsable de dichas obligaciones sea, en todos los escenarios, el emisor porque es el único sobre el que los bonistas tendrían algún tipo de control. Desde una perspectiva de eficiencia, el emisor será probablemente un actor más sofisticado y que estará en mejor posición para controlar el comportamiento de las partes implicadas.

7. Revisión del tercero independiente

La ICMA recomienda el nombramiento de “proveedores de revisión externos para confirmar la alineación de los bonos con

los cuatro componentes del PBS (...)", y también recomienda la divulgación pública de dichas revisiones externas.

En general, la responsabilidad de los revisores externos consiste en lo siguiente:

- a. Formular una opinión de segunda parte sobre la viabilidad de los bonos sociales que apoye al emisor en la selección del beneficiario. En este contexto, el asesoramiento de un revisor independiente puede ayudar también en la identificación de proyectos o empresas sociales;
- b. Verificar el método de seguimiento y la asignación general de los recursos de los bonos sociales;
- c. Supervisar el impacto social y evaluar su consecución; y,
- d. Verificar la información difundida por el emisor al mercado.

Estas responsabilidades consideramos están alineadas con lo que estamos viendo en el mercado en la actualidad. Sin embargo, lo señalado en el literal (d) podría implicar un costo adicional para el emisor por el tipo de función que asume (i.e. validar lo que se revele al mercado). Esa podría ser una función que se excluya del alcance de las labores de este tercero dado que el mercado en general está en una mejor posición de verificar la información que sea proporcionada por el emisor.

La característica del tercero es que sea independiente del emisor y de los beneficiarios, al menos cuando asuman la labor de emitir la opinión sobre la viabilidad del bono social. Para algunos autores (Lenzi, 2021), cuando sea compatible con la legislación local, la responsabilidad del seguimiento de los recursos y la

supervisión del impacto social podrían ser conferidas a los auditores internos o a un comité interno del emisor a efectos de reducir los costos. Considero que son justamente estas labores las principales por lo que no deberían recaer en órganos dentro del emisor o que tengan alguna vinculación directa. Podría darse una situación de conflicto de interés y ante una situación de incumplimiento, ello podría no ser reportado oportunamente a los inversionistas.

V. RETOS REGULATORIOS Y DE OTROS TIPOS EN EMISIONES DE BONOS SOCIALES

1. Comparabilidad de los bonos sociales

Uno de los grandes retos que muestra este mercado de bonos sociales es el nivel de comparabilidad que existe entre uno y otro tipo. Así, el uso cada vez más frecuente de índices de bonos temáticos para referenciar el rendimiento de las carteras o inversiones ha permitido a los inversores una mayor exposición a las estrategias de cobertura del riesgo climático. Sin embargo, a nivel global, ha habido poca regulación para estipular requisitos y normas mínimas para los activos subyacentes, lo que ha dado lugar a una falta de armonización y claridad de objetivos. Esto genera confusión en los inversores a la hora de comparar los índices de referencia.

Para solucionar este problema, la Comisión de la Unión Europea acordó crear dos nuevas clases de índices de referencia: (i) el índice de referencia de la Unión Europea para la transición climática (*EU CTB*); y (ii) el índice de referencia de la Unión Europea alineado con París (*EU PAB*), así como proporcionar

recomendaciones relativas a la información para todos los índices de referencia (excluyendo los índices de referencia de tipos de interés y divisas).

«En línea con la relevancia de la información que debe ser puesta a disposición de los inversionistas, es importante destacar que la información debe actualizarse periódicamente y ser remitida con regularidad».

De forma general, se considera que esto es beneficioso por las siguientes razones:

- Mejora de la comparabilidad de los criterios de sostenibilidad de los índices de referencia, lo que permite a los inversores tener en cuenta este aspecto en sus procedimientos de inversión o de establecimiento de índices de referencia.
- Las mejoras en la transparencia contribuyen a una mayor participación en el mercado.
- Cambio de capital hacia inversiones más sostenibles.
- Menos “castigo” para los índices de referencia en lo que respecta a la información.
- La divulgación detallada por parte de los índices de referencia ayudará a los participantes del mercado en sus propios requisitos de divulgación.

2. Bonos de transición

De otro lado, otro reto que se ha analizado es la posibilidad de crear un subtipo de bonos sociales en función del estadio del proyecto que buscan financiar o la finalidad que se busca perseguir. Así, algunos rincones del universo de los bonos sostenibles han pedido que los bonos de transición se conviertan en una clase completamente nueva de bonos sostenibles, por ejemplo, separando aquellos bonos cuyos emisores y uso de los ingresos son “puramente” verdes de aquellos cuyos emisores están en transición o cuyo uso de los ingresos podría considerarse como actividades de transición.

La desventaja de ello es que una nueva clasificación crea una fragmentación innecesaria de un mercado que todavía está en crecimiento. Consideramos que la creación de una subclase de bonos por debajo/al lado de los bonos verdes, sociales y sostenibles, podría dar lugar a una mayor confusión y a una menor claridad a cambio de un aumento marginal de la emisión/demanda de los inversores.

Otra preocupación podría ser que ciertas actividades de transición no sean necesariamente transitorias. Un ejemplo destacado es el cambio de centrales eléctricas de carbón a gas. Aunque las emisiones del gas se reducen significativamente en comparación con las del carbón, existe el riesgo de que la empresa quede atrapada en el gas en un futuro previsible.

VI. ¿CUÁL ES LA SITUACIÓN DEL MERCADO DE LOS BONOS SOCIALES EN LATINOAMÉRICA?

A efectos de analizar el mercado actual de los bonos sociales, resulta importante

recapitular los primeros bonos temáticos emitidos y los países que lideran dichas emisiones. Así, los bonos más conocidos son los denominados bonos verdes, que son, según GFL (2021) cualquier tipo de instrumento de bonos en el que los ingresos se aplicarán exclusivamente a financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad, proyectos verdes elegibles nuevos o existentes y que están alineados con los cuatro componentes básicos de los principios de los bonos verdes.

«Es importante destacar que la información no solo debe referirse a la utilización de los ingresos por parte del emisor, sino también a la actividad del beneficiario, y de forma más relevante, los avances que se muestren como consecuencia del impacto social que dichos fondos han generado».

El 2007/2008 marca el inicio del mercado de bonos verdes, con emisiones de bancos multilaterales de desarrollo que levantaron fondos para financiar proyectos climáticos. En el 2014, entró al mercado el primer emisor de América Latina y el Caribe (ALC).

Como datos estadísticos, el volumen de emisiones crece de forma anual. Así, el volumen de emisión de US\$ 3700 millones del primer semestre de 2019 es tres veces mayor que el del primer semestre de 2018, y un 40 % mayor que del primer

semestre de 2017. Este desempeño ha compensado el crecimiento lento de 2018. Considerando las emisiones cerradas después del fin del primer semestre, 2019 fue un año récord para ALC.

Según CBI (2019), existen diferencias significativas en los tipos de emisores entre países. Por ejemplo, el mercado de bonos verdes de Brasil está dominado por empresas no-financieras, el de Chile por los dos bonos soberanos, México por los bancos de desarrollo, y Argentina por los gobiernos locales. Una mayor diversidad en cada mercado y en la región en general sería positivo.

Del mismo modo, el mismo reporte indica que, más del 80 % de las emisiones se realizan en moneda fuerte, principalmente en dólares (USD). Sin embargo, hay diferencias por país. Por ejemplo, todas las operaciones de los emisores colombianos están denominadas en pesos colombianos (COP).

Del mismo modo, CBI (2019) destaca a la República de Chile como emisor de dos Bonos Climáticos Certificados Soberanos en junio y julio de 2019, los primeros bonos verdes soberanos de ALC. Dichas emisiones forman parte de una estrategia nacional para financiar proyectos que aportan a las Contribuciones Nacionalmente Determinadas (NDC en inglés) de Chile y fueron emitidos con la ayuda del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Para CBI (2019), los bonos soberanos temáticos apoyan la transparencia en la gestión y la aplicación de los gastos públicos. Las colocaciones estuvieron muy sobresuscritas y permitieron al Gobierno diversificar considerablemente su base de inversores. En general, alrededor del 50 %

fue comprado por inversores socialmente responsables (35 % para la operación en USD y 76 % para la operación en EUR).

La mayor parte de los ingresos se destinarían al transporte público, y una parte menor a proyectos de agua y energía. Los impactos se expresan predominantemente en las emisiones evitadas (en toneladas de CO₂e o partículas).

VII. ¿QUÉ SE HA HECHO EN PERÚ EN MATERIA DE BONOS SOCIALES?

En Perú, en su mayoría, se han emitido bonos verdes. Tal vez inconscientemente se han emitido estos bonos sin que sean del todo publicitados como algún tipo de bono sostenible. Así, el mercado de bonos verdes está dominado por corporaciones no-financieras y por proyectos en el sector de energía. El primer bono verde de ALC fue emitido en diciembre de 2014, a nivel internacional, por el operador peruano de parques eólicos Energía Eólica, una subsidiaria indirecta de la multinacional energética Contour Global.

El bono sénior garantizado destinó US\$ 204 millones a refinanciar los parques eólicos de Cupisnique y Talara, que cuentan con PPAs (contratos de compra-venta de energía) garantizados a 20 años con el Gobierno Peruano.

De acuerdo a CBI (2019), en el 2018, se emitió el siguiente bono verde del Perú por parte de Protisa Perú, una filial de CMPC Tissue y CMPC (productora chilena de celulosa/papel, que a su vez ha sido también una emisora de bonos verdes). La emisión consistió en un bono verde sénior sin garantía de S/100 millones. Según la fuente antes señalada, al 2019, fue la única transacción del

mercado peruano que no financió algún proyecto de energía en particular; los fondos se destinaron a proyectos de eficiencia energética industrial, gestión del agua, residuos y prevención de la contaminación. Protisa obtuvo una segunda opinión de Sustainalytics.

Del mismo modo, se dice que el 2019 fue el inicio del *boom* de emisiones verdes para Perú. Con tres emisiones, todas ellas notables en cierto sentido, contribuyeron a dicho mercado de bonos sostenibles:

- El operador de transmisión Consorcio Transmataro S.A. (CTM) incurrió en el mercado con el bono verde más grande del país (US\$ 400 millones). Tiene una evaluación de bonos verdes de Moody's, y financiará la instalación de líneas de transmisión y mejoras en la eficiencia energética de la infraestructura de transmisión existente.
- El banco nacional de desarrollo Cofide emitió un bono verde de S/100 millones, convirtiéndose en la primera institución financiera peruana en entrar en el mercado. Sustainalytics proporcionó una segunda opinión. La totalidad de los fondos se asignaron a proyectos energéticos.
- Ergon Perú realizó la primera colocación privada del país, en julio de 2019, y por un monto de US\$ 222 millones. El bono financió la instalación de casi 200 000 sistemas solares fotovoltaicos en zonas rurales, después de que la empresa se adjudicara un contrato para suministrarlos como parte del Plan Nacional de Electrificación Rural del Gobierno.

Asimismo, de acuerdo a la información pública contenida en la BVL, a la fecha

existen tres emisores cuyos programas de bonos han sido etiquetados como bonos sociales:

- **Internacional de Títulos Sociedad Titulizadora S.A. (originador: Colegios Peruanos S.A.).** Se trata de un programa de titulización de bonos, del sector educación. Esta emisión se realizó mediante una oferta pública dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales. Conforme al reporte emitido por Sustainalytics en mayo del 2019, Colegios Peruanos S.A. (Innova Schools) es una empresa de educación privada K-12 con un modelo educativo innovador para proporcionar una educación asequible y de calidad a los estudiantes pertenecientes a familias de clase media en Perú. Al 2019, la compañía ha creado 54 colegios y espera expandirse a 90 para el año 2023.

Innova Schools ha desarrollado un marco de bonos sociales bajo el cual pretende emitir bonos sociales, en los que un importe equivalente a la emisión se utilizará para financiar o refinanciar, total o parcialmente activos sociales nuevos y/o existentes. El marco define el siguiente ámbito de categoría social elegible: acceso a servicios esenciales - construcción de nuevos colegios o ampliación de los existentes, dirigidos a la clase media emergente de Perú.

- **Caja Municipal de Ahorro y Crédito Arequipa S.A.** Se trata de un programa de bonos, del sector financiero. Esta emisión se realizó mediante una oferta pública dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales. Conforme al reporte emitido por Vigeo Eiris en noviembre del 2020,

«En todos los casos y a efectos de alinear los intereses de los bonistas con los del emisor, es necesario que el único responsable de dichas obligaciones sea, en todos los escenarios, el emisor porque es el único sobre el que los bonistas tendrían algún tipo de control».

los ingresos netos de los bonos financiarían exclusivamente los créditos incluidos en una categoría de créditos sociales elegibles.

Como créditos elegibles se definieron los créditos a micro y pequeñas empresas lideradas y de propiedad de mujeres. El objetivo sostenible consistía en: la promoción de la igualdad de género (aumentar el acceso de mujeres con poder firmante en micro y pequeñas empresas a servicios financieros); la inclusión financiera (aumentar el acceso de las micro y pequeñas empresas a servicios financieros) y, el desarrollo socioeconómico local (fomentar el crecimiento de micro y pequeñas empresas en el territorio peruano).

Este fue el primer bono de género emitido por un banco multilateral de desarrollo en América Latina y el Caribe (BID).

- **Corporación Financiera de Desarrollo S.A.- COFIDE.** En enero del 2021, se emitió el Bono COVID de Cofide, el mismo que obtuvo una gran demanda

por parte de los inversionistas participantes (entidades del Sector Público, Fondos Mutuos, Seguros y EPS, AFP, entidades financieras y sociedades agentes de bolsa). La emisión del primer Bono COVID en el Perú está alineado con el cumplimiento de tres de los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la ONU: Fin de la pobreza (ODS 1), Trabajo decente y crecimiento económico (ODS 8) e Industria innovación e infraestructura (ODS 9).

La creación del marco del Bono COVID cumple con los principios de Bonos Verdes, de Bonos Sociales y la Guía de Bonos de Sostenibilidad establecidos por ICMA, así como con la Guía de Bonos Verdes para la BVL. El marco incluye cuatro principios: uso de fondos, selección y evaluación de proyectos, gestión de los fondos y reportes.

De acuerdo al informe preparado por HPL.LLC en enero del 2021, el uso de recursos sería destinado a (i) financiar, en parte o en su totalidad, programas nuevos o existentes que corresponden a las categorías de proyectos sociales elegibles. Estas categorías corresponden a préstamos que otorgará Cofide y serán desembolsados hasta 24 meses después de la fecha de emisión del bono; y (ii) refinar préstamos otorgados a Cofide para financiar créditos de los programas que corresponden a las categorías de proyectos sociales elegibles. Tales créditos deben haber sido desembolsados durante los 24 meses previos a la fecha de emisión del bono.

En materia de bonos soberanos, en el 2019, el Gobierno de Perú anunció la posibilidad de emitir un bono verde

soberano, posiblemente en el 2020, lo que significaría un impulso sustancial al mercado de bonos verdes peruano, tal vez motivando a emisores existentes a volver al mercado. Sin embargo, los planes de los distintos gobiernos han sido postergados a raíz de la pandemia COVID que modificó las prioridades financieras o económicas de los diversos países. No obstante ello, en el 2021, el Ministerio de Economía y Finanzas del Perú, mediante Resolución Ministerial N° 221-2021-EF/52, aprobó el documento marco del Bono Soberano Sostenible denominado “*Peru Sustainable Bond Framework*”, siguiendo los estrictos estándares de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA), que establece principios y recomendaciones para el proceso de gobierno y emisión con el fin de promover la transparencia e integridad en el cada vez más creciente mercado de bonos temáticos.

El nuevo Marco de Bonos Sostenibles de Perú es el resultado del liderazgo del Ministerio de Economía y Finanzas y su compromiso con las finanzas verdes. El Instituto Global de Crecimiento Verde (GGGI) prestó asistencia técnica en el marco de un proyecto financiado por el Programa Pacto Reino Unido (*Partnership for Accelerated Climate Transitions*).

Se indica que este instrumento de financiación verde del Ministerio de Economía y Finanzas de Perú tendrá efectos de gran alcance, ya que las emisiones de bonos sostenibles apoyarán directamente aspectos de la mitigación climática, la recuperación sostenible de la pandemia del COVID, y el desarrollo con bajas emisiones de carbono en las dimensiones ambiental y social en todos los sectores de Perú.

VIII. ¿CUÁLES SON LAS PERSPECTIVAS O EXPECTATIVAS DEL MERCADO DE BONOS SOCIALES?

El mercado mundial de bonos temáticos está en rápida expansión con una deuda sostenible por un valor de US\$ 700 000 millones emitida solo en 2020; esto es casi el doble del volumen del año anterior, según BID Invest (2021). Si bien Europa siempre ha representado la mayor porción de emisiones de bonos temáticos, ALC ha sido la región con más rápido crecimiento, y el interés de los inversores está desplazándose cada vez más hacia los mercados en desarrollo.

Dicha multilateral destaca que el futuro de los bonos temáticos en ALC se sustenta en los siguientes argumentos:

- ALC muestra altos niveles de oportunidades de inversión sostenible, sumados a rendimientos favorables. A pesar de su rápido crecimiento, comparativamente con Estados Unidos y Europa, ALC no alcanza aún los volúmenes globales de emisión temática. Los principales beneficios que destacan en ALC es que ofrece diversificación y atractivos rendimientos.
- Hay mayor claridad en torno a las normas y transparencia respecto del uso de los beneficios, lo que debería contribuir a una mayor integridad del mercado. El componente clave, como hemos destacado en este documento, es la revisión externa.
- Los emisores del sector privado muestran interés por la innovación. Según BID Invest (2021), contrariamente a las tendencias de años pasados, en el 2020, la emisión temática del sector privado,

de unos US\$ 10 000 millones, está por encima de la del sector público, con alrededor de US\$ 7000 millones.

A continuación, destacaremos algunos ejemplos de lo que se ha venido logrando en la región con emisiones soberanas de bonos sociales.

El caso de Colombia

Colombia tiene una de las tasas de desempleo más altas de la región, además de una muy alta informalidad laboral. Acceder a empleos de calidad es difícil para muchos colombianos, pero sobre todo para los menos educados, las mujeres, los jóvenes y las minorías étnicas. Para atender este problema, aun cuando el país ha implementado abundantes programas de capacitación y empleabilidad focalizados en la población más vulnerable, no ha podido alcanzar su objetivo. Sin embargo, existe un elemento de diseño que puede mejorar su efectividad: el pago por resultados.

Así, los bonos de impacto social (BIS) son una modalidad de pago por resultados en la que participan inversionistas de impacto social. El primer BIS de Colombia, conocido como Empleando Futuro, se puso en marcha en 2017.

Este programa consistió en un mecanismo para probar innovaciones que busquen lograr mejores empleos formales mediante servicios de capacitación y asistencia en la búsqueda de empleo a población vulnerable o en situación de pobreza. La implementación de este bono contó con la intervención de distintas entidades multilaterales, entre las que estaba el BID. El pago al intermediario dependía de resultados específicos: colocación laboral, retención por tres meses y retención por seis meses en empleos

formales. Sin resultados no había pago. La verificación de resultados estuvo a cargo de un tercero (la firma auditora Deloitte).

Por su parte, el impacto del programa fue evaluado por la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los resultados fueron positivos para todos: tres meses después de culminada la intervención, la probabilidad de acceder a un empleo formal era superior en 12 puntos porcentuales para los participantes del programa. Y un año y tres meses después, la probabilidad era cercana a los 8 puntos porcentuales.

Colombia sigue apostando por el financiamiento por resultados. Además, apoyó técnica y financieramente la estructuración del primer fondo de pago por resultados de América Latina, aplicando así una mejor práctica internacional para escalar los pagos por resultados e incorporarlos sistemáticamente en la política pública.

Sería interesante que Perú, en una situación como en la que se encuentra, pruebe este tipo de modelos también para reducir la tasa de desempleo que muestra el mercado.

El caso de Ecuador

Ecuador emitió un bono social soberano en el mercado internacional por US\$ 400 millones, constituyéndose en el primer país del mundo en efectuar este tipo de colocaciones, que servirá para impulsar el programa gubernamental Casa para Todos. Esta emisión, se encuentra respaldada por una garantía del BID por US\$ 300 millones, haciendo muy atractiva la operación para inversores internacionales y reduciendo significativamente el coste de financiamiento para Ecuador.

«Sin duda alguna y con el respaldo de las cifras señaladas en este documento, podemos afirmar que el inicio de la pandemia COVID-19 aceleró la realización de emisiones con productos financieros de esta naturaleza y han cobrado especial relevancia en las circunstancias particulares en la que nos encontramos. Alternativas viables y nuevas de fuentes de financiamiento para emisores incluyen este tipo de bonos».

La emisión de US\$ 400 millones permitiría generar acceso a vivienda digna y asequible a más de 24 000 familias de ingresos medios o bajos, y movilizará cerca de US\$ 1350 millones en inversiones en el sector vivienda del país.

Los recursos de la emisión del bono social servirán para que, a través del sistema financiero ecuatoriano, y mediante un esquema de titularización, se entreguen préstamos hipotecarios a una tasa de interés preferencial del 4,99 por ciento. Bajo este mecanismo, se podrá generar una oferta de estos créditos por alrededor de US\$ 1350 millones en beneficio de los ecuatorianos.

El programa Casa para Todos es parte del Plan gubernamental Toda Una Vida que contempla la construcción de soluciones

habitacionales en beneficio de las familias ecuatorianas y, además, busca generar miles de puestos de trabajo gracias a la dinamización del sector de la construcción.

Sin duda, este programa podría ser implementado en Perú a través de Fondo MiVivienda y sería una forma interesante e innovadora de acceder a nuevas fuentes de financiamiento por parte de dicha entidad.

IX. ALGUNAS IDEAS FINALES

El mercado de los bonos verdes y sociales está en plena expansión y, si lo relacionamos con el de la inversión sostenible y su demanda, podemos confirmar su gran potencial para canalizar recursos, de forma efectiva, hacia proyectos ligados con los objetivos ambientales y sociales asumidos por la comunidad internacional.

En ese sentido, sin duda alguna y con el respaldo de las cifras señaladas en este documento, podemos afirmar que el inicio de la pandemia COVID-19 aceleró la realización de emisiones con productos financieros de esta naturaleza y han cobrado especial relevancia en las circunstancias particulares en la que nos encontramos. Alternativas viables y nuevas de fuentes de financiamiento para emisores incluyen este tipo de bonos.

Sin embargo, la asignación social de los ingresos genera nuevos retos. Más arriba hemos identificado los componentes clave de los bonos sociales y hemos sugerido dispositivos contractuales de los bonos sociales para mejorar su sostenibilidad, garantizando la eficacia del impacto social.

Así, consideramos que una combinación de mayor viabilidad y normalización

podría potenciar el desarrollo de un mercado sostenible para los bonos sociales de las empresas. En general, la normalización hace que los instrumentos financieros sean menos costosos, accesibles a los inversores no sofisticados y más atractivos para los agentes del mercado. Al hacerlo de esa manera, cualquier régimen regulador (público y privado) debe configurarse de forma tal que tenga en cuenta las expectativas de rendimiento financiero a largo plazo con las consideraciones particulares de este tipo de deuda.

Finalmente, conviene destacar que varios han sido los ejemplos que hemos desarrollado a lo largo de este documento y la siguiente pregunta sería ¿alguno de estos ejemplos es replicable en Perú? Sin duda, Perú ha marcado ciertos hitos en el mercado local y aunque las emisiones temáticas son recientes, los emisores locales han mostrado una capacidad de innovación, apoyada de forma frecuente por distintas multilaterales. Esperamos que la próxima emisión de un bono soberano sostenible por parte del Gobierno peruano signifique un mayor impulso a nuevas emisiones de este tipo por parte de entidades peruanas, lo que puede contribuir tal vez a una reactivación del mercado de capitales en épocas como las que afrontamos ahora.

REFERENCIAS

- Agusti Strid, A., y Ronicle, J. (2021). *Bonos de impacto social en América Latina. El trabajo pionero de BID Lab en la región - Lecciones aprendidas*. Recuperado en: <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Bonos-de-impacto-social-en-America-Latina-El-trabajo-pionero-de-BID-Lab-en-la-region-Lecciones-aprendidas.pdf>
- BID Invest (2021). *Por qué los bonos temáticos pueden ser un éxito en América Latina y el*

- Caribe*. Recuperado en: <https://idbinvest.org/es/blog/impacto-en-el-desarrollo/porque-los-bonos-tematicos-pueden-ser-un-exito-en-america-latina-y>
- Ciro Calderón, Y. (2019). *Bonos de impacto social como mecanismo para la financiación de proyectos de generación de empleo inclusivo*. Recuperado en <http://hdl.handle.net/10785/5900>
- Climate Bonds Initiative (2019). *América Latina y el Caribe. Estado del mercado de las finanzas verdes 2019*. Recuperado en: https://www.climatebonds.net/files/reports/latam_sotm_19_esp_final_03_web_0.pdf
- Climate Bonds Initiative (2021). *Sustainable Debt Global State of the market 2020*. Recuperado en: https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sd_sotm_2020_04d.pdf
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2021). *Capital Flows to Latin America and the Caribbean First four months of 2021*. Recuperado en: <https://www.cepal.org/es/node/54106>
- International Capital Market Association (2021). *Social Bond Principles, Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds*. Recuperado en: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Social-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>
- International Finance Corporation (2016). *Finanzas Sostenibles: Una oportunidad de negocio para la Banca Latinoamericana*. Recuperado en: <http://www.asobanca.org.ec/sites/default/files/1%20Sustainable%20Banking%20Network%20LAC-%20Oct2016.pdf>
- Green Finance for Latin America and the Caribbean (2021). *Bonos Verdes, Sociales y Temáticos*. Recuperado en <https://www.greenfinancelac.org/es/nuestras-iniciativas/bonos-verdes-sociales-y-tematicos/>
- Lenzi, D. (2021). *Corporate Social Bonds: A Legal Analysis*. Recuperado en: <https://doi.org/10.1515/ecfr-2021-0014>
- Moody's (2020). *Green, social and sustainability bond issuance to hit record \$400 billion in 2020*. Recuperado en: <https://www.etica-news.it/wp-content/uploads/2020/02/Sector-In-Depth-Sustainable-Finance-Global-03Feb20.pdf>
- Peeters, S., Schmitt, M., & Volk, A. (2020). *Social bonds can help mitigate the economic and social effects of the COVID-19 crisis*. Recuperado en: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/34853>
- Tirado, S., Jiménez, L., López, J. L. (2019). *¿Una transición justa? Los bonos sociales a debate desde una perspectiva de pobreza y justicia energética*. Recuperado en: https://www.ief.es/docs/destacados/publicaciones/revistas/pgp/97_09.pdf
- Vertakova, Y. V., Polyenin, A. V., y Golovina, T. A. (2018). *Development of social investment in regional indicative planning: Possibilities of "social bonds" in public-private partnership*. *European Research Studies*, 21, 1001-1012. Recuperado en: <https://ideas.repec.org/a/ers/journl/vxxiy2018ispecial2p1001-1012.html>
- Yáñez-Cabrera, C., y Peña-García, D. (2021). *Bonos temáticos en época de COVID*. Recuperado en <https://revistas.uta.edu.ec/erevista/index.php/dide/article/view/1005/930>