



HOJA DE RUTA:
Acciones para establecer un mercado de

Bonos Verdes[🌿] en Colombia



en asociación con





HOJA DE RUTA:
Acciones para establecer
un mercado de

Bonos Verdes[🌿] en Colombia

La Hoja de Ruta ha sido desarrollada para apoyar al Gobierno Colombiano y en especial al Comité de Gestión Financiera del SISCLIMA, compuesto por diversas entidades y liderado por el Departamento Nacional de Planeación (www.finanzasdelclima.co), en entender el potencial de los bonos verdes como instrumentos de financiamiento de programas y proyectos que encaminen el crecimiento verde y el desarrollo compatible con el clima en Colombia, y emprender acciones para el desarrollo de un mercado exitoso de bonos verdes en Colombia.

El documento ha sido desarrollado por E3 – Ecología, Economía y Ética y Metrix Finanzas, en asociación con PwC UK y Climate Bonds Initiative. Ha sido financiado por la Alianza Clima y Desarrollo (CDKN), y coordinado y editado por E3 – Ecología, Economía y Ética.

Claudia Martínez

Liliana Ramos

Mary Gómez

E3- Ecología, Economía y Ética

www.e3asesorias.com

Jorge Hernán Melguizo

Yolanda Fadul

Metrix Finanzas

www.metrixfinanzas.com

Andy Jones

PwC UK

www.pwc.co.uk

Sean Kidney

Climate Bonds Initiative

www.climatbonds.net

Contenido

1	PRESENTACION	5
2	RESUMEN EJECUTIVO	7
3	EL PANORAMA ACTUAL PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO	10
3.1	Marco de política e inversiones para una transición hacia una economía verde	10
3.2	Características del mercado de bonos colombiano	11
3.3	Condiciones habilitantes para el mercado y potencial de portafolios verdes	13
4	BARRERAS Y RETOS PARA LA CREACION Y EXPANSION DEL MERCADO	16
4.1	Barreras y retos relacionados con el desarrollo del mercado de bonos verdes	16
4.2	Barreras y retos relacionados con el mercado de bonos ordinarios	20
5	ACCIONES DE LA HOJA DE RUTA PARA EL ESTABLECIMIENTO Y CRECIMIENTO DE UN MERCADO DE BONOS VERDES EN COLOMBIA	23
5.1	FASE I: ESTABLECER LAS BASES DEL MERCADO DE BONOS VERDES	23
5.2.1	Primer Objetivo: Mejorar el conocimiento de los diferentes actores del mercado	23
5.2.2	Segundo Objetivo: Definir inversión verde en Colombia con sus categorías y subcategorías.	24
5.2.3	Tercer Objetivo: Identificar y formar portafolios verdes de forma permanente	25
5.2.4	Cuarto objetivo: Estimular un mayor uso de los incentivos existentes	26
5.2.5	Quinto Objetivo: Consolidar el mecanismo de Gobernanza	27
5.2.6	Sexto Objetivo: Contar con firmas de verificación de estándares de bonos verdes en el país	27
5.2.7	Séptimo Objetivo: Estandarizar el seguimiento y monitoreo del impacto de las inversiones para verificadores e inversionistas	27
5.2.8	Octavo Objetivo: Establecer mecanismos de manejo de los recursos captados en las emisiones de bonos verdes	28
5.2.9	Noveno Objetivo: Asegurar que en el largo plazo sea posible financiar el portafolio de proyectos verdes	28
5.2	FASE II: EXPANSION SOSTENIDA Y EXITOSA DEL MERCADO	29
5.2.1	Primer Objetivo: Desarrollar más casos demostrativos con diferentes tipos de emisores e inversionistas	29
5.2.2	Segundo Objetivo: Reducir costos de emisión y simplificar el proceso para la autorización y colocación de emisiones	30
5.2.3	Tercer Objetivo: Diversificar la Demanda con títulos con calificación crediticia inferior a AA+.	30
5.2.4	Cuarto Objetivo: Mitigar el impacto del riesgo de tasa de cambio para inversionistas extranjeros.	31
5.2.5	Quinto Objetivo: Fomentar el mercado secundario para las emisiones de deuda privada	31
6.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	32
7.	ANEXO 1: RESUMEN ACCIONES DE LA HOJA DE RUTA	34
8	Bibliografía	38



1

PRESENTACIÓN

Colombia se encuentra diseñando la política y estrategias necesarias para la transición hacia una economía verde y baja en emisiones de carbono

El crecimiento verde ha sido incluido como parte de los objetivos del Plan Nacional de Desarrollo y actualmente existe la “Misión de Crecimiento Verde”, la cual busca delinear el camino para lograr consolidar las transformaciones que el país requiera en materia de desarrollo sostenible, mediante la definición de las metas, políticas, estrategias necesarias, que a su vez se articulen con las agendas globales de Desarrollo Sostenible y el Acuerdo de París.

Se requieren inversiones importantes de dinero para lograr esta transformación del desarrollo en uno verde e inclusivo

No hay una estimación completa de lo que puede costar la transición a una economía verde, pues esto dependerá de las metas que se proponga como resultado de las políticas y estrategias delineadas por la Misión de Crecimiento Verde. Sin embargo, el país avanzó en una estimación de los costos de implementación de las contribuciones nacionales para el Acuerdo de París y como resultado de ello se sabe que será necesario involucrar diferentes actores económicos, políticos y sociales para impulsar proyectos verdes en diferentes áreas, con el fin de alcanzar las dinámicas y niveles requeridos de flujos de dinero. La utilización de instrumentos innovadores como los bonos verdes es muy importante para involucrar a profundidad al mercado de capitales.

Para que el mercado de bonos verdes se establezca y pueda crecer, es necesario desarrollar una serie de instrumentos e impulsar dinámicas que permitan remover las barreras que existen para lograr este objetivo.

Bancolombia emitió los primeros bonos verdes a finales del año 2016 en el país, en un esfuerzo apoyado por la banca de desarrollo internacional. Luego lo hizo Davivienda a finales de abril del 2017, en el mismo

esquema de Bancolombia. Para que el país no solo tenga dos casos exitosos, sino un mercado vigoroso, es necesario establecer una serie de instrumentos que establezcan las bases del mercado y que apuntalen la siguiente etapa que es un crecimiento dinámico y sostenido de las emisiones de bonos verdes. La hoja de ruta consiste en una serie de acciones para establecer estas bases, e impulsar a partir de allí estrategias para el crecimiento del mercado de bonos verdes.

Este es el segundo de una serie de tres documentos desarrollados por E3 – Economía, Ecología y Ética, METRIX – Finanzas, en asociación con PwC UK y Climate Bonds Initiative, sobre el desarrollo de un mercado de bonos verdes en Colombia

Los mismos pretenden apoyar al gobierno colombiano y a las posibles entidades interesadas en emitir bonos verdes para entender el potencial de este instrumento, para lo cual se desarrolló el primer documento de “Evaluación del Potencial de un Exitoso Mercado de bonos verdes en Colombia”, y un “Estudio de Caso Teórico para la Emisión de bonos verdes”. Junto con esta hoja de ruta, los tres documentos pretenden motivar a las entidades públicas y privadas a explorar la posible emisión de bonos que beneficien programas y proyectos verdes en Colombia.

Estructura de este documento

El capítulo 1 es una rápida revisión del panorama actual para desarrollar el mercado.

El capítulo 2 describe los principales retos y barreras para establecer el mercado en el país.

El capítulo 3 presenta las acciones que componen la hoja de ruta para establecer las bases del mercado, e impulsar a partir de allí estrategias para un crecimiento vigoroso y sostenido del mercado de bonos verdes en Colombia.

2

RESUMEN EJECUTIVO

El panorama actual para el desarrollo del mercado

Colombia impulsa la política de crecimiento verde y de cambio climático, lo cual crea un ambiente propicio para las inversiones que se requieren hacer para esta transición. Hoy se sabe que las grandes inversiones en materia de cambio climático han provenído principalmente del sector público con órdenes de magnitud cercanos a los 1.4 y 2.1 billones de pesos anuales entre el 2011 y el 2013¹. Se estima que hacia el año 2030 se necesitarán aproximadamente 57,8 billones de pesos para llevar a cabo los NDC relacionados con la mitigación de los gases efecto invernadero, lo que representa una inversión cercana a los 3,18 billones de pesos anuales². El DNP estima que en el largo plazo el 62% de las inversiones debería provenir del sector privado y el 38% del sector público, evidenciando la importancia de involucrar al sector privado. Aún no se ha estimado lo que puede costar la transición hacia una economía verde, pues dependerá de las metas que se fijen en la política de crecimiento verde, y el cambio climático es solo una parte de las áreas prioritarias.

Por otra parte, el mercado de bonos está poco desarrollado en Colombia, en comparación con otros países de Latinoamérica, siendo el emisor principal el Gobierno Nacional³ (82,9% del mercado de deuda en el país). El bajo desarrollo se debe a la alta concentración de emisores y el limitado apetito de los inversionistas. Lo primero es el resultado de los altos costos asociados a una emisión en comparación con los créditos bancarios; mientras que lo segundo ocurre debido a que los inversionistas institucionales en Colombia son limitados y están regulados en sus inversiones, lo cual desincentiva la toma de riesgo. Existe apetito por bonos ordinarios, sin embargo, como consecuencia de la rentabilidad que les es exigida por la regulación, deman-

1 Resumen Ejecutivo del DIAGNOSTICO DE FUENTES Y NECESIDADES FINANCIERAS, ESTRATEGIA COLOMBIANA DE FINANCIAMIENTO CLIMÁTICO. Comité de gestión financiera del SISCLIMA, CDKN y Econometría Consultores 2016, pp 7. Puede consultarse en: http://www.finanzasdelclima.co/DocumentosJulio2016/ANEXO_1_DIAGNOSTICO_DE_NECESIDADES.pdf

2 Cifra estimativa presentada durante el evento finanzas del clima 2016. Estimativo aun no es una cifra oficial.

3 Fuente: BanRep informe de Deuda Pública diciembre de 2016 y Bolsa de Valores de Colombia.

dan títulos con calificaciones crediticias superiores a AA+. Esto restringe entonces el acceso a financiación a través del mercado de capitales para empresas que no cumplan con estos niveles de calificación crediticia, y a la vez, restringe la liquidez del mercado. En particular, para emitir un bono verde no se necesita expedir una regulación especial, el marco existente es suficiente para desarrollar este segmento especializado del mercado de capitales, pero hay que tener en cuenta que los bonos verdes van a operar, al menos en el mercado interno, con las mismas barreras que puede tener un bono ordinario.

Colombia tiene incentivos tributarios para la inversión en medio ambiente y recientemente se aprobaron los incentivos tributarios para las energías renovables no convencionales. Los desarrolladores de proyectos pueden acceder a descuentos en el IVA y renta para el tipo de inversiones sujetas a estos descuentos. También se dispone de una reducción en la retención en la fuente para las inversiones extranjeras que superen un año, del 30% al 15%, que debe ser promocionada entre los inversionistas de bonos verdes extranjeros.

Se revisó el potencial de portafolios verdes en tres tipos de entidades: empresas del sector real, ciudades y departamentos y banca de desarrollo nacional. La característica fundamental de esta revisión es que se trata de entidades que pueden emitir de manera autónoma un bono verde porque tienen activos que clasifican en el estándar del Climate Bond Standard (CBS) y tienen una situación financiera que permite prever que potencialmente tendrían una calificación superior a AA+, o que actualmente ya tienen esta calificación en emisiones de bonos ordinarios. Se encontró que hay un tamaño de portafolio promedio en estas entidades superior a los US 50 millones y que incluso en las que ya emiten bonos ordinarios se puede explorar la posibilidad de marcar como verdes estas emisiones, respaldadas en los activos y proyectos que clasifiquen.

Barreras y retos para la creación y expansión del mercado de bonos verdes

Para la creación de un mercado de bonos verdes en Colombia se encontraron las siguientes barreras: 1) un bajo nivel de conocimiento y apropiación del tema entre los diferentes actores del mercado y pocos ejemplos demostrativos hasta el momento (Bancolombia y Davivienda); 2) si bien es cierto que se ha avanzado en definiciones de la tipología de proyectos para cambio climático, la definición de inversión verde para el país, junto con sus categorías y subcategorías está pendiente. Esta definición debería estar alineada a la política de crecimiento verde y los NDC. Además para atraer inversionistas internacionales y algunos locales, será necesario lograr compatibilizar la tipología de proyectos de los estándares de bonos verdes reconocidos y la que se defina internamente bajo las políticas de cambio climático y crecimiento verde; 3) se requiere identificar de forma permanente portafolios verdes para garantizar la oferta en el mercado; 4) hay incentivos tributarios a la inversión ambiental y de energía renovable no convencional, pero están limitadas las categorías de inversión. Una vez se defina la política de crecimiento verde debería hacerse una alineación del tipo de inversión a estimular y la reglamentación de los incentivos tributarios. También se encontró que los procesos de aprobación de los mismos pueden resultar largos y engorrosos; 5) la instancia de gobernanza para impulsar el mercado requiere tener una representatividad de todos los actores, pues actualmente no están participando los inversionistas, el sector real, las autoridades reguladoras del mercado de capitales, la Bolsa de Valores de Colombia y algunos gremios y asociaciones que pueden replicar el conocimiento.; 6) en las firmas de verificación local no se conocen los estándares y metodologías para marcar un bono como verde y por lo tanto si se recurre a un servicio internacional, se incrementan los costos de transacción; 7) no hay mecanismos de seguimiento y monitoreo de las inversiones verdes, ni una definición de indicadores estándar por tipología de proyectos, algo indispensable para reportar a los inversionistas; 8) se requiere divulgar formas de manejar el uso de los recursos captados por las emisiones de bonos y metodología para hacer un seguimiento transparente de los movimientos del dinero para reportar a los inversionistas; 9) asegurar que en el largo plazo, se cuente con instrumentos de financiación innovadores complementarios a los bonos verdes, pues este instrumento de preferencia se usa para refinanciar activos.

Barreras y retos encontrados en el mercado de capitales

Como se indicó, los bonos verdes también experimentan barreras que se originan en el mercado de capitales colombiano, al igual que los bonos ordinarios. Las principales son: 1) desbalance de la liquidez del mercado bancario colombiano, lo cual limita el desarrollo del mercado de deuda en el país 2) los altos costos de emisión y los procesos complejos, aún para emisores recurrentes y para emisiones en el mercado primario, a pesar de las simplificaciones que ha realizado el gobierno en los últimos dos años; 3) la concentración de la demanda en títulos con calificación de riesgo crediticio superior a AA+; 4) el riesgo de la tasa de cambio para inversionistas extranjeros; 5) la baja liquidez del mercado secundario, que dificulta la formación de precios y disponibilidad de títulos para los inversionistas.

Acciones principales de la hoja de ruta

Fase I: Sentar las bases de un mercado de bonos verdes: 1) las acciones tienen que ver con crear capacidad entre los actores del mercado y divulgación para una apropiación del tema; 2) crear una guía que ayude a definir los proyectos verdes y sus portafolios; 3) definir e incluir una guía de cómo manejar los recursos captados y modelos de reporte a los inversionistas; 4) soportar de manera permanente la formulación de portafolios verdes; 5) tener una plataforma de información de los bonos verdes, que puede estar alojada en Finanzas del Clima; 6) establecer una estrategia de divulgación permanente sobre los avances en el tema; 7) establecer una guía de cómo monitorear y seguir los proyectos. Definir indicadores simples cuantitativos o cualitativos por tipología de proyecto; 8) asegurar el desarrollo de instrumentos financieros innovadores complementarios a los bonos verdes.

Fase II: Expandir el mercado: 1) tener casos demostrativos de emisiones con diferentes tipos de emisor e inversionistas; 2) fomentar el mercado de coberturas cambiarias con los agentes financieros; 3) establecer fondos alternativos para fomentar las emisiones de títulos con calificaciones inferiores a AA+; 4) fomentar la demanda de títulos del mercado secundario con regulaciones adicionales que suavicen las restricciones en el manejo de portafolios de las entidades financieras.

3

EL PANORAMA ACTUAL PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO

Como antecedente de las acciones que se van a proponer en la hoja de ruta, este capítulo se dedica a presentar el escenario actual en Colombia para el desarrollo del mercado de bonos verdes, indicando el marco actual de política e inversiones para una transición hacia una economía verde, las condiciones del mercado de bonos en el país, condiciones habilitantes y una primera exploración del potencial de portafolios verdes en el país.

3.1 Marco de política e inversiones para una transición hacia una economía verde

El marco de política y los compromisos internacionales del país favorecen la transición hacia un desarrollo verde y compatible con el clima. Colombia está comprometida con impulsar el crecimiento verde como parte de su plan de desarrollo y en línea con el ingreso de Colombia a la OECD. Para ello, Colombia está encaminando una Misión de Crecimiento Verde dando prioridad a la capacidad de adaptación al cambio climático, productividad de la tierra, preservación de recursos naturales, productividad y calidad de la tierra, y energías renovables. El país también tiene objetivos de largo plazo para enfrentar el cambio climático, los cuales se reflejan en las Contribuciones Previstas y Determinadas (NDC por sus siglas en inglés) de los Acuerdos de París, y tiene compromisos con la agenda global de desarrollo sostenible.

La gestión del cambio climático ha recibido un importante impulso en la política y desarrollo institucional. Se estableció el SISCLIMA como marco de gobernanza para la gestión del clima y diferentes estrategias y planes que soportan la política nacional de cambio climático: el Plan Nacional de Adaptación al Cambio Climático, la Estrategia Colombiana de Desarrollo Bajo en Carbono, la Estrategia Nacional de Reducción de Emisiones por Deforestación y Degradación Forestal – REDD+, la Estrategia de Gestión Financiera ante Desastres, la Ley que ratifica el Acuerdo de París sobre cambio climático para Colombia, la restricción al uso de bolsas plásticas (Resolución 668/2016) y el impuesto al carbono mediante la ley 1819/2016. Enmarcada dentro de la Estrategia Nacional REDD+ se cuenta también la estrategia *Visión Amazonía*, la cual es un

compromiso voluntario del país encaminado en reducir la deforestación en la Amazonía colombiana a cero para el año 2020.

La transición de Colombia hacia una economía verde y compatible con el clima requiere grandes volúmenes de capital. La economía colombiana tiene una alta dependencia de la explotación de recursos naturales, especialmente los no renovables (DNP - Global Green Growth Institute, 2017). Aunque gracias a estas actividades se han mejorado ostensiblemente los indicadores sociales (Semana Sostenibilidad, 2017), lo cierto es que los recientes fenómenos climáticos extremos y la creciente resistencia de las comunidades a estos proyectos extractivos demuestran que ese modelo tiene sus límites. De otra parte, hay dinámicas de crecimiento urbano sostenible en el país, que involucran más y más a las ciudades en proyectos verdes y del cambio climático. Aunque Colombia tiene una matriz de generación energética basada en hidroenergía, el reto de manejo del agua a futuro por el cambio climático llevó a pensar en la diversificación de las fuentes hacia energías renovables no convencionales y la eficiencia energética.

La población y la infraestructura han sido bastante golpeados por los eventos de clima extremos, llevando a las autoridades locales a un nuevo nivel de conciencia del riesgo que representa el cambio climático. La agricultura en Colombia ya está siendo afectada por escasez del recurso o inundaciones, en diferentes sitios del país, llevando a intensificar inversiones en riego y drenaje y a contemplar cómo adaptar los cultivos a la variación de las temperaturas. Todas estas dinámicas están impulsando la inversión verde en Colombia.

Aunque no se cuenta actualmente con una estimación de lo que puede costarle al país las metas de crecimiento verde, pues las mismas serán fijadas una vez se establezcan las políticas, estrategias y reformas que proponga el Gobierno Nacional, a partir del Acuerdo de París se han realizado estimaciones de las inversiones que serían necesarias para implementar la contribución nacional determinada en mitigación, la cual se calcula aproximadamente en 57,8 billones de pesos hacia el 2030, lo que representa una inversión cercana a los 3,18 billones de pesos anuales⁴. Adicionalmente las necesidades financieras asociadas a las cuatro estrategias que enmarcan la política nacional de cambio climático⁵ representan ordenes de magnitud de entre el 0,08% y el 0,29% del PIB total del país hacia el 2020, las cuales podrían incrementarse entre el 0,43% y el 0,98% hacia el año 2025⁶.

Hoy se sabe que las grandes inversiones en materia de cambio climático han provenido principalmente del sector público con órdenes de magnitud cercanos a los 1.4 y 2.1 billones de pesos anuales entre el 2011 y el 2013⁷. El DNP estima que en el largo plazo el 62% de las inversiones debería provenir del sector privado y el 38% del sector público, evidenciando la importancia de involucrar al sector privado.

3.2 Características del mercado de bonos colombiano

El mercado de bonos colombiano está poco desarrollado, siendo el emisor principal el Gobierno Nacional.

El mercado de bonos en Colombia representa tan sólo el 6% del PIB en comparación con el 34% del promedio de las principales economías en Latinoamérica. (Santamaría, 2015). Es importante tener en cuenta que el mayor emisor de bonos es el Gobierno Nacional con los títulos de deuda pública (TES) para financiamiento de

4 Cifra estimativa presentada durante el evento finanzas del clima 2016. Estimativo aun no es una cifra oficial.

5 Plan Nacional de Adaptación al Cambio Climático; la Estrategia Colombiana de Desarrollo Bajo en Carbono; la Estrategia Nacional de REDD+ y el Plan Nacional de Gestión del Riesgo de Desastres.

6 Resumen Ejecutivo del DIAGNOSTICO DE FUENTES Y NECESIDADES FINANCIERAS, ESTRATEGIA COLOMBIANA DE FINANCIAMIENTO CLIMÁTICO. Comité de gestión financiera del SISCLIMA, CDKN y Econometria Consultores 2016, pp 4. Puede consultarse en: http://www.finanzasdelclima.co/DocumentosJulio2016/ANEXO_1_DIAGNOSTICO_DE_NECESIDADES.pdf

7 Idem

la Tesorería Nacional, que componen el 82.9% del mercado de deuda en el país⁸. En deuda privada, es decir aquella emitida por entidades privadas, por otro lado, el mayor emisor es el sector financiero, que entre 2010 y 2015 emitió el 73% de la deuda en este periodo, y el sector real el restante 27%. Algunas de las razones por las cuales el mercado de bonos privados se concentra principalmente en el sector financiero, son las facilidades con las que cuenta el sector real para acceder a financiación a mediano plazo en el sistema bancario. Adicionalmente, el acceder al mercado de capitales para empresas del sector real implica costos adicionales, plazos de emisión extendidos y un número limitado de inversionistas, lo cual desincentiva su participación en este. La alta liquidez del sector bancario junto con los aspectos del mercado de capitales ya mencionados, no han permitido que se desarrolle la complementariedad entre estos dos sistemas.

Finalmente, el mercado de deuda en Colombia es poco desarrollado debido a la alta concentración de emisores y el limitado apetito de los inversionistas. Lo primero es el resultado de los altos costos asociados a una emisión en comparación con los créditos bancarios; mientras que lo segundo ocurre debido a que los inversionistas institucionales en Colombia son limitados y están regulados en sus inversiones, lo cual desincentiva la toma de riesgo. Por esta razón, el gobierno ha tomado medidas en materia de regulación dirigidas especialmente a emisores recurrentes y en la definición de las acciones que se deben tomar para promover el desarrollo del mercado de capitales. Es importante resaltar que la regulación para el proceso de emisión de un bono está definida, por lo que no es necesario ampliar la legislación para el caso de los bonos verdes.

Los potenciales inversionistas de bonos verdes son los Fondos de Pensiones y Cesantías a nivel nacional y los inversionistas internacionales que tienen mandatos de inversión verde. Los principales inversionistas en Colombia son los Fondos de Pensiones y Cesantías, que son cuatro fondos autorizados. Estos invierten el 13% de sus portafolios en bonos emitidos por el sector real y el sector financiero, y el 35% en TES (Títulos de la Tesorería de la Nación)⁹. Los portafolios de inversión de las fiduciarias por otro lado, se componían en un 6% de títulos de deuda privada¹⁰ – financiera, de sector real, y de organismos multilaterales. Existe apetito por bonos ordinarios, sin embargo, como consecuencia de la rentabilidad que les es exigida por la regulación, demandan títulos con calificaciones crediticias superiores a AA+. Esto restringe entonces el acceso a financiación a través del mercado de capitales para empresas que no cumplan con estos niveles de calificación crediticia, y a la vez, restringe la liquidez del mercado formando un círculo vicioso que frena el desarrollo del mercado de deuda privada en el país.

La participación de los bonos de deuda privada de los fondos de pensiones obligatorios y voluntarios es del 2% del valor del portafolio y del 11% para bonos del sector financiero. Esto corresponde a un monto total de \$27.633 millones de pesos para diciembre de 2016¹¹. Existe entonces un espacio en los portafolios de los inversionistas que podría transferirse al potencial mercado de bonos verdes.

A nivel internacional, existe una amplia base de inversionistas especializados en bonos verdes, cuyas expectativas adicionales a rendimiento y calificación crediticia son la alineación de la emisión con estándares internacionales, un alto nivel de transparencia soportada por un agente verificador y la divulgación de los impactos ambientales de la inversión. Los inversionistas internacionales no quieren asumir el riesgo de cambio de emisiones en moneda nacional y requieren altas calificaciones crediticias. Colombia en sus perfiles de emisiones de bonos ordinarios presenta calificaciones mayores a las de la mayoría de los países en América Latina, pero sus tamaños de emisión resultan menores al promedio.

8 Fuente: BanRep informe de Deuda Pública diciembre de 2016 y Bolsa de Valores de Colombia.

9 Superfinanciera

10 Idem.

11 Idem.

Hay pocos emisores de bonos ordinarios en el sector financiero y real y un potencial por explorar en emisiones de los entes territoriales. Excluyendo la deuda pública colombiana dedicada al financiamiento de la tesorería nacional, representada en los TES, el sector financiero tiene aproximadamente el mismo número de emisores (22 instituciones financieras) que el sector real (21 empresas), en el período 2010 – 2015¹². En los dos sectores, financiero y real, se ve los emisores recurrentes que logran calificaciones AA+ o AAA las cuales son compradas principalmente por los fondos de pensiones y compañía aseguradoras. En el sector real se encuentran emisores recurrentes en entidades de gran tamaño y altos niveles de solidez financiera tales como Cementos Argos, Emgesa, EPM, Codensa y Terpel.

Hay un grupo de empresas, ciudades y departamentos en Colombia que teniendo buenos perfiles financieros y portafolios verdes no emiten este tipo de instrumentos por los procesos y costos que son necesario llevar a cabo para lograrlo. Estas empresas y entidades territoriales pueden tener potencial al futuro para emisiones verdes. Algunas de las identificadas son: Ingenio Incauca, Ingenio Providencia, Grupo Daabon – CI Biocosta, Ingenio Risaralda, Ingenio Mayagüez, Alpina, Municipio de Barranquilla, Municipio de Bucaramanga, Departamento del Atlántico, Departamento de Antioquia, Departamento de Cundinamarca, Departamento de Santander, Bogotá D.C., entre otros.

3.3 Condiciones habilitantes para el mercado y potencial de portafolios verdes

No se han identificado barreras normativas, de política o impositiva, que signifique un obstáculo significativo para el mercado. Las compensaciones tributarias para inversiones en el medio ambiente y la disminución de tasas impositivas para inversionistas extranjera facilitan el desarrollo de un mercado de bonos verdes. En cuanto a las compensaciones de la regulación ambiental y de las energías renovables no convencionales, puede mejorarse su aplicación y acceso. Esta es una de las solicitudes frecuentes de quienes quieren aplicarlas, pues perciben exceso de procesos y falta de definición en la tipología e inversiones que pueden aplicar a estas reducciones en la tributación del IVA (Impuesto al Valor Agregado) e impuesto de renta. La normatividad para reducción de retención en la fuente de la inversión extranjera que permanece más de un año en el país debería tener mayor divulgación a nivel internacional.

Colombia puede beneficiarse por la presencia de instituciones del mercado financiero, en particular bancos y agencias de calificación crediticia, que tienen un acervo significativo de conocimiento y experiencia en bonos verdes. Este conocimiento, sin embargo, se da a nivel de los equipos internacionales de estas firmas y no al nivel del recurso humano que está en Colombia. Para el desarrollo del mercado de bonos verdes en el país, se requiere una rápida transferencia de conocimiento y habilidades a los equipos nacionales cuando se den los primeros signos de evolución del mercado de bonos verdes. Debe alentarse a estas entidades a que se comprometan más con la sensibilización y el desarrollo del mercado.

Está establecida una base de activos verdes y proyectos verdes, que pueden conformar los portafolios verdes en empresas del sector real, ciudades, departamentos y bancas de desarrollo nacional. La identificación de portafolios verdes realizada en la Evaluación del Potencial de un Exitoso Mercado de bonos verdes en Colombia dio resultados alentadores respecto al potencial que puede haber en Colombia en las ciudades y departamentos analizados¹³. El análisis sobre cuatro ciudades principales de Colombia (Bogotá D.C., Medellín, Barranquilla y Bucaramanga) y cuatro departamentos (Cundinamarca, Antioquia, Atlántico

12 Superfinanciera

13 Identificación del potencial de portafolios realizada por E3 Asesorías.

y Santander), indicó que se han instalado activos verdes importantes y que hay planes de instalar activos verdes en los años siguientes, por la adopción de políticas de desarrollo urbano sostenible, que adoptan el medio ambiente y el cambio climático como uno de sus ejes de intervención. Lo anterior no quiere decir que no haya potencial en otras ciudades de Colombia, sino que este grupo de entes territoriales pueden de manera individual por la calidad de su portafolio y tamaño, y el buen estado de sus finanzas, hacer emisiones de bonos verdes de manera individual. Incluso algunas ciudades y departamentos del grupo analizado realizan o han realizado emisiones de bonos verdes.

En las ciudades¹⁴ y departamentos escogidos, se revisaron en total 91 proyectos, de los cuales 60 corresponden a activos verdes, 19 a proyectos verdes que se desarrollan en etapas y/o que están en construcción y ya operan parcialmente, por lo tanto, tienen una parte que corresponde a proyecto verde y otra a activo verde, y finalmente 12 proyectos verdes, que se encuentran en los planes de desarrollo de las ciudades y departamentos. El valor total de todo este portafolio es de \$24.716 millones de dólares, de los cuales los activos verdes significan \$12.602 millones de dólares, proyectos verdes que ya tienen una parte en activo verde \$1.717 millones de dólares y \$10.397 millones de dólares en proyectos verdes.

Por otra parte, las empresas del sector real que hacen generación de energía y producción de etanol y biodiesel sustentan las mayores inversiones de este posible grupo de emisores. La hidroenergía domina la cartera y queda por resolver con los estándares que se aplican a emisiones de bonos verdes, si es posible etiquetar en esta categoría a los proyectos hidroenergéticos de gran tamaño (mayores a 20 MW de potencia instalada). La generación con biomásas del sector agroindustrial ya es suficiente para sustentar emisiones en algunas empresas y la expectativa es que la ley 1715 de 2014 está mejorando las posibilidades de la auto-generación y la eficiencia energética, por lo cual hay en el portafolio de proyectos más generación de energía con biomásas, generación solar y algunos prospectos de generación geotérmica y eólica. Las empresas del sector alimentos, cementos, y desarrollo de infraestructura sostenible revisadas, tienen inversiones operativas y en proyecto, que alcanzan montos factibles para una emisión verde. El valor total de todo este portafolio revisado para 31 empresas y 107 proyectos es de \$19.080 millones de dólares, los activos verdes significan \$8.946 millones de dólares, proyectos verdes que ya tienen una parte en operación \$50 millones de dólares y \$10.084 millones de dólares en proyectos verdes. Algunas de las empresas muestreadas, aparecen entre las que emiten bonos corrientes.

En el grupo de bancas de desarrollo nacionales se revisó FINDETER, por tener el perfil más visible en cuanto a desarrollo sostenible de las ciudades y territorios, una cartera y proyecciones de inversión que se puede identificar y esta públicamente presentada en la página web. Cabe destacar que existen otros portafolios de Bancos de Desarrollo Nacional como Bancoldex, Financiera del Desarrollo Nacional y FINAGRO, de los cuales no se tuvo acceso a la información. El resultado es alentador e indica que el Gobierno Nacional puede impulsar rápidamente una emisión verde, pero será necesario crear capacidad para el seguimiento y monitoreo de estas inversiones, con el fin de reportar adecuadamente a los inversionistas el uso de los recursos y el impacto que se esté logrando. El mismo ejercicio de identificación puede realizarse a futuro con las demás bancas de desarrollo nacional.

Una cualidad que tiene esta banca de desarrollo es su gran capacidad para aglutinar las inversiones de municipios y departamentos que no tendrían autónomamente la posibilidad de conducir emisiones del mercado de capitales, por su tamaño de proyecto pequeño, para una emisión de bonos.

El valor total del portafolio revisado para FINDETER es de \$1.399 millones de dólares, los activos verdes significan \$138 millones de dólares y \$1.259 millones de dólares en proyectos verdes. Se hizo una muestra

14 Se incluyeron las empresas de servicios públicos (utilities) que pertenecen al as ciudades.

de 83 proyectos, 16 son activos verdes y 67 son proyectos verdes. Las mayores inversiones están en: 1) transporte, el cual incluye no solo el transporte masivo, sino las estrategias de integración, infraestructura de canales dedicados, transporte fluvial y marítimo urbano, transporte no motorizado, plataformas de logística para la carga; 2) tratamiento de aguas residuales urbanas y disposición de los residuos, incluyendo el reciclaje y compostaje; 3) defensa contra las inundaciones; 4) reforestación urbana, incluyendo la infraestructura verde de una ciudad y protección de ecosistemas de soporte y 5) iluminación eficiente, incluyendo fuentes de energía alternativa.

Si bien es cierto que el ejercicio de pre-identificación de portafolios de proyectos para emisiones verdes reflejó un buen potencial, es necesario depurar mucho más los activos y proyectos que podrían soportar las emisiones de bonos verdes y crear capacidad en las empresas y entidades estatales que nunca han emitido bonos. Es importante destacar que, en esta revisión inicial del potencial de activos y proyectos, no se pudo comprobar si cuentan con un seguimiento apropiado que logre monitorear y certificar emisiones verdes.



4

BARRERAS Y RETOS PARA LA CREACIÓN Y EXPANSIÓN DEL MERCADO

En la evolución del potencial para Colombia, se encontraron retos que se deben enfrentar y barreras que se deben superar, que están relacionados con la estructura del mercado de bonos ordinarios en el país, las necesidades propias de un mercado de bonos verdes, el desconocimiento y faltantes en las capacidades en el tema, la gestión y monitoreo de las inversiones verdes y la necesidad de una instancia que impulse y gestione el mercado (Ver primera columna del cuadro en el Anexo 1). En esta sección se presentan estos retos y barreras.

4.1 Barreras y retos relacionados con el desarrollo del mercado de bonos verdes

El mercado de bonos verdes es nuevo en Colombia y las características y funcionamiento del instrumento apenas comienzan a conocerse. Debido a lo anterior, las barreras y retos que se encontraron para el desarrollo de este mercado, en su mayoría tienen que ver con la necesidad de adquirir el conocimiento de los bonos verdes y hacer definiciones básicas para Colombia en cuanto a las inversiones verdes que se van a dar dentro de la política de crecimiento verde, compatible con el clima. A continuación, se presentan estos hallazgos.

Hay una falta de conocimiento sobre el mercado de bonos verdes entre los actores de mercado y se requiere desarrollar capacidades en diferentes instancias y entidades. Como resultado de la aplicación de una encuesta electrónica y entrevistas personalizadas, se encontró¹⁵ que los actores financieros conocen lo

¹⁵ En la fase diagnóstica se realizó una encuesta electrónica, con seis tipos de formularios diseñados de acuerdo a la función de cada uno de los grupos objetivo: promotores del mercado de valores, inversionistas calificadoras de riesgo, departamentos y ciudades, potenciales emisores del sector financiero y potenciales emisores del sector real.

que son los bonos verdes, aunque desconocen los detalles de su aplicación y como se construyó el caso de Bancolombia. El 100% de los emisores financieros conocen los bonos verdes, pero no el detalle de su operación, y este nivel básico de conocimiento lo adquirieron a través de su participación en el Protocolo Verde de Colombia¹⁶. Se destaca en este grupo que más del 60% de las entidades indagadas manifestaron tener la capacidad de identificar inversiones verdes, debido a que están desarrollando esquemas de responsabilidad social y ambiental y un sistema de control del riesgo ambiental. Los promotores del mercado de valores tienen un bajo conocimiento sobre los bonos verdes y el 50% de los inversionistas indagados conocen sobre los bonos verdes, pero, aunque creen que una emisión de esta naturaleza sería exitosa, no la priorizarían sobre una emisión ordinaria, pues ellos deben cumplir con metas de rentabilidad y perfil de riesgo.

Los posibles emisores del sector real que se entrevistaron son empresas que ya colocan emisiones en el mercado ordinario de bonos, conocen sobre la existencia de este mecanismo y no saben los detalles de la operación del mismo. El 50% de las ciudades y departamentos entrevistados, conocen sobre los bonos verdes y saben que son una alternativa real de financiamiento, pero no saben de su operación. Los entes territoriales conocen de inversión verde y tienen activos y proyectos hacia el futuro en el área de cambio climático, inversión verde e inversiones urbanas sostenibles. Las calificadoras de riesgo y firmas asentadas en el país que podrían hacer revisiones de terceras partes para los esquemas de certificación o diferenciación de los bonos verdes, no conocen sobre el tema, pero están interesadas en desarrollar esta capacidad cuando el mercado lo requiera. En general se requiere divulgar el conocimiento, capacitar y desarrollar capacidades en todos los actores de mercado entrevistados, para que el mercado pueda desarrollarse rápidamente. Sin excepción se encontró interés en el mecanismo y la voluntad de aprender para emprender el desarrollo del mercado de bonos verdes.

Se encontró que falta de definir lo que es una inversión verde y revisar si las categorías y subcategorías sectoriales están alineadas a las que existen internacionalmente bajo los estándares de bonos verdes.

No existe una guía de cómo se define una inversión verde para Colombia, a nivel sectorial y sub sectorial, que contemple tanto las inversiones en cambio climático, como el resto del espectro de inversión verde. La disponibilidad de esta definición debería ser realizada entre sector público y privado, para garantizar que se contemplen ambas perspectivas. A su vez, en lo posible debe alinearse a las definiciones internacionales, como la de Climate Bond Standard (CBS), para facilitar la entrada de inversionistas extranjeros, que entenderían más rápidamente la inversión verde del país y el alineamiento hacia los objetivos que buscan apoyar.

La pregunta que debe ser evaluada por el gobierno de Colombia y por otros actores claves en el mercado de bonos verdes es hasta qué punto estos estándares sirven para lograr los objetivos ambientales del país, tales como los NDC, los objetivos de crecimiento verde y la política del medio ambiente en Colombia. Las guías específicas de país pueden ayudar para conectar los principios y estándares internacionales con las normas locales y pueden ayudar a guiar la financiación de áreas prioritarias. En esta materia ya existen ejemplos de guías realizadas en algunos países, algunas de las cuales han sido desarrolladas por iniciativa gubernamental y otras por iniciativa del sector privado. Por ejemplo, la guía de Brasil fue desarrollada por la Federación de Bancos Brasileños, mientras que la desarrollada por el gobierno chino es de iniciativa gubernamental.

Falta identificar y formar portafolios verdes de forma permanente, pues se requiere un flujo de portafolios que atraiga a los inversionistas. La búsqueda de portafolios robustos y que se encuentren alineados a los requisitos de inversionistas nacionales e internacionales, no debe ser una labor intermitente y requiere de herramientas, lo mismo que capacidades para analizarlas y monitorear sus impactos al medio ambiente

¹⁶ Iniciativa de los bancos y el gobierno que busca aunar esfuerzos para promover el desarrollo sostenible del país, y trabajar por la preservación ambiental y el uso sostenible de los recursos naturales.

La disponibilidad de inversiones y proyectos verdes de calidad es un requisito indispensable para atraer a los inversionistas internacionales y nacionales. Para ello se requiere identificar de manera permanente este tipo de inversión y herramientas para lograr rápidamente los análisis e incorporaciones a un portafolio. De otra parte, el país aún debe generar una clara categorización de lo que se entiende por inversión verde con categorías internacionales de inversión aceptadas con estándares para bonos verdes. Es importante destacar que ya existe un primer esfuerzo en la definición de la inversión del gasto o inversión en cambio climático por parte del gobierno nacional.

La capacidad de análisis de este tipo de inversiones, la definición de indicadores y un sistema de monitoreo de los impactos ambientales de las inversiones, forman parte de los reportes que requieren los inversionistas dispuestos a invertir en portafolios verdes. Para esto se requerirá impulsar un sistema de generación y transferencia de conocimiento tanto en entidades públicas, como en el sector privado.

Se encontró que falta divulgar los incentivos existentes y en algunos casos reglamentación para poder aplicarlos ampliamente. En la fase diagnóstica se analizaron los incentivos contemplados en la legislación ambiental, los recientemente desarrollados para la energía renovable no convencional/eficiencia energética y los incentivos existentes para la inversión extranjera. En Colombia está disponible una buena base de incentivos para la inversión ambiental, pero la mayoría de los actores solicita una revisión de los procedimientos para su acceso. Además, para impulsar el desarrollo verde en Colombia que sea compatible con el clima, las categorías de tecnologías que impulsen en las exenciones tributarias deberían ser más amplias que las reglamentadas actualmente. La ley 1775 de 2014 que incentiva el uso de energías renovables no convencionales y eficiencia energética, requiere que se termine de reglamentar y que los procedimientos de acceso a los incentivos que contempla la ley sean claros y simplificados¹⁷. Los incentivos existentes para inversión extranjera son suficientes, pero poco divulgados.

La divulgación del paquete de incentivos ambientales y tributarios es necesaria entre los desarrolladores e inversionistas verdes extranjeros para impulsar las inversiones y los flujos de capital externos.

Para que se implementen las bases del mercado de bonos verdes y se impulse su crecimiento, se necesita que participen actores del mercado en el mecanismo de gobernanza. Es necesario incluir la participación de los inversionistas, los emisores del sector real, las agencias calificadoras y la Superintendencia Financiera. Actualmente participan los bancos, que juegan el rol de emisores, pero es necesario sentar a las partes principales del mercado en el Sub Comité que se sugiere para impulsar el mercado.

Es importante anotar que la prioridad del Subcomité Financiero de bonos verdes será el impulso de esta hoja de ruta para la creación del mercado. Sin embargo, como puede verse más adelante en el documento, los bonos verdes se utilizan más para el refinanciamiento de proyectos y activos que para un primer financiamiento de las inversiones. Esto quiere decir que debe existir complementariedad entre el mecanismo de bonos verdes y los demás instrumentos y políticas de financiación para un exitoso crecimiento del mercado. Se sugiere entonces que el Subcomité de bonos verdes trabaje no solo con la visión de establecer el mercado, sino de lograr la complementariedad necesaria entre los instrumentos de financiación del crecimiento verde. Esto incluye el desarrollo de políticas, incentivos, definiciones verdes y guías que puedan apoyar el mercado de bonos verdes y otros mecanismos.

No hay conocimiento entre las posibles firmas de verificadores locales acerca de los bonos verdes y estándares para etiquetarlos. Las firmas de verificación que están presentes en Colombia tienen buena experiencia en aplicación de estándares de naturaleza ambiental, pero con excepción de Deloitte que apoyó

¹⁷ <http://www.elespectador.com/economia/el-pais-despierta-las-energias-renovables-articulo-693194>

la emisión de Bancolombia bajo los “Green Bonds Principles”, no conocen acerca de la aplicación de los estándares de bonos verdes. Aunque los equipos internacionales de estas firmas trabajan en el tema, es necesario que transfieran el conocimiento a las oficinas en Colombia, para facilitar las verificaciones utilizando personal basado en el país y reducir costos de la prestación de este servicio a lo largo del ciclo de una emisión (pre-emisión, emisión, post-emisión). Climate Bond Initiative-CBI, puede apoyar la transferencia de conocimiento del estándar CBS, para que los verificadores locales puedan aplicarlo en Colombia. Existen otras firmas que prestan el servicio de verificación. El uso de estandarización reduce los costos de transacción, incluyendo las tarifas que cobran las firmas que prestan el servicio de verificación.

Faltan mecanismos estandarizados de seguimiento y monitoreo de inversiones verdes, y reporte a los inversionistas. El seguimiento y monitoreo de las inversiones verdes es un requisito que demanda todo el financiamiento verde y en particular el del clima, pues los inversionistas necesitan reportes basados en indicadores que permitan establecer el impacto que se logra, los niveles de avance en las metas de cada proyecto y el portafolio completo. Cada tipología de proyecto que se desarrolle en las categorías y subcategorías verdes, debería tener una forma estándar de seguimiento. Aunque en Colombia se han hecho esfuerzos desde la inversión pública para tener sistemas de seguimiento, lo requerido por los inversionistas internacionales, bajo los estándares de etiquetado de bonos verdes tiene particularidades, para verificar que las inversiones cumplan los requisitos buscados y que posteriormente en la fase de implementación y operación, se produce el impacto deseado. El sector privado debe tener también estandarización en monitorear y seguir las inversiones.

Se ahorran muchos costos de transacción para emisores e inversionistas si existe un esquema estándar de seguimiento y monitoreo, apoyado en una guía de implementación, siguiendo los requerimientos de etiquetado de bonos verdes y firmas de verificación. Este instrumento facilita al mercado comparar diferentes emisiones, ahorra tiempo a los emisores, verificadores e inversionistas y como se ha dicho, hay ahorros en costos para todos los actores. En Colombia faltaría estandarizar y desarrollar una guía para monitorear las inversiones verdes y los reportes a verificadores e inversionistas.

Los proyectos y portafolios de tamaño pequeño no son viables para una emisión de bonos verdes, por los costos que deben cargar y el escaso interés que despiertan entre los inversionistas. En las ciudades y departamentos analizados fue posible encontrar tamaños de portafolio mayor a US \$150 millones que harían posible una emisión nacional e internacional. Para otras ciudades y departamentos con menos capacidad financiera, los tamaños de portafolio harían imposible una emisión local o internacional. En tamaños pequeños de proyecto y tal vez calificaciones crediticias que no alcancen la calificación AA+, sería necesario recurrir a entidades que agreguen inversiones y que tengan la calificación crediticia demandada en el mercado. Los costos de emisión de un bono en Colombia, los costos adicionales en que se incurre por las certificaciones crediticias y las propias para marcar y reconocer las emisiones verdes por parte de verificadores y certificación, harían inviable impulsar emisiones por el limitado tamaño sus portafolios.

Los bancos de desarrollo y comerciales pueden manejar mucho mejor los tamaños requeridos y calificaciones crediticias necesarias. Para las empresas, las emisiones individuales solo serían factibles para aquellas de gran tamaño.

Desde la construcción de las bases del mercado se requieren reglas para el manejo de los recursos captados por los bonos verdes, que hagan transparente la aplicación de los mismos en inversión verde y faciliten el reporte a los inversionistas. Un principio vital contemplado en las reglas de manejo de los fondos que se recauden en una emisión de bonos verdes, es que sea posible hacer seguimiento de la forma más transparente a los recursos. Para ello desde el comienzo del establecimiento de las bases del mercado, es recomendable que se establezcan reglas de inversión de los recursos en proyectos verdes y monitorear el manejo de los recursos recaudados de la inversión de forma transparente.

En el mejor de los casos, las inversiones temporales de los recursos serían en compañías que tienen emisiones de bonos ordinarios y que poseen proyectos verdes aún no reconocidos por estándares internacionales para este mercado. Lo usual es que una emisión de bonos verdes esté respaldada en su mayoría por activos verdes ya operativos que son objeto de refinanciación, así que las inversiones temporales aplicarían a los recursos que se espera invertir en el futuro en los proyectos verdes. Esto debe ser una práctica que deben adoptar las entidades públicas y privadas, para garantizar que el uso de los recursos se aplica en las categorías de inversión verde reconocidas bajo estándares. Se pueden adoptar metodologías que den cuenta del seguimiento al manejo de los recursos.

Se debe asegurar que en el largo plazo es posible financiar el portafolio de proyectos verdes. Según la experiencia que se ha desarrollado en otros mercados a nivel internacional, los bonos verdes son un instrumento de refinanciación por excelencia, utilizado para activos verdes que ya hacen parte de un portafolio. Esta herramienta del mercado de capitales tiene el poder de canalizar un nivel alto de recursos, pero hacia proyectos que ya tienen un nivel excelente de calificación verde y con emisores que tienen buenos niveles de riesgo crediticio. Esto indica que el financiamiento para proyectos verdes y compatibles con el clima necesitan una serie de instrumentos de financiación, que sean complementarios entre sí. En Colombia se está haciendo un esfuerzo por desarrollar productos financieros innovadores para la inversión verde, pero para lograr el ritmo de inversiones e involucramiento del sector privado por lo menos en lo que respecta a los NDC de Colombia, es necesaria una mayor dinámica por parte del sector financiero. Un mercado exitoso de bonos verdes, requiere una complementariedad con otros instrumentos de financiamiento y el país requiere impulsar mucho más con su sector financiero el desarrollo de esta complementariedad, para que existan portafolios verdes financiados, que busquen refinanciamiento vía recursos frescos del mercado de capitales.

4.2 Barreras y retos relacionados con el mercado de bonos ordinarios

Desde el punto de vista del mercado de capitales y la estructura y funcionamiento en Colombia, los bonos verdes enfrentan las mismas barreras que el mercado de bonos ordinarios. En el diagnóstico estas barreras y retos se identificaron y se presentan a continuación.

Priorizar en la reducción del déficit fiscal en la agenda del gobierno, con el fin de balancear la alta liquidez del mercado bancario colombiano y generar un ambiente propenso para el desarrollo del mercado de deuda en el país. El sistema financiero colombiano no ha generado complementariedad entre la banca y el mercado de capitales, por lo que estos dos mercados compiten en proveer financiación a las empresas a mediano y largo plazo. Esto se debe principalmente a la alta liquidez del sector bancario que resulta como consecuencia de la alta rentabilidad y la poca competitividad dentro del mismo. Cabe resaltar que esta barrera está por fuera del alcance del Comité del SISCLIMA, y por ende, de la presente hoja de ruta.

Ahora bien, una manera indirecta de atacar esta barrera es incentivar la estabilidad económica del país. Esta última constituye un ambiente propicio para el desarrollo del mercado de capitales. Esto, ya que la intermediación de recursos por la emisión de instrumentos requiere bajos niveles de tasas de interés y de inflación. Es necesario, sin embargo, aclarar que las altas tasas de interés actuales y la incertidumbre inflacionaria generan desconfianza en la población y por lo tanto desestabilización. La estabilidad económica la incentiva el gobierno nacional y, de este dependen los planes para lograrla.

Para que haya un impulso al desarrollo del mercado de bonos verdes es necesario tener ejemplos demostrativos entre los diferentes sectores y actores de la inversión verde, pues los únicos ejemplos demostrativos han sido desarrollados por Bancolombia y Davivienda. Estas emisiones fueron desarrolladas

para inversionistas del Segundo Mercado, lo cual establece una simplificación de las reglas de emisión y se dirige a inversionistas profesionales¹⁸. Las emisiones fueron adquiridas en su totalidad por International Finance Corporation (IFC) y se desarrollaron garantías para las emisiones, también apoyadas por la banca multilateral. Para lograr que a través de más ejemplos demostrativos se incentive a otros emisores e inversionistas a participar, es necesario probar la colocación en el mercado primario de inversionistas, en el cual no solo participan inversionistas profesionales. Además, sería muy importante lograr que otros emisores del sector real, bancos de desarrollo, ciudades y departamentos, utilicen la herramienta de los bonos verdes para financiar y refinanciar inversiones para el crecimiento verde. Esto daría mayor liquidez al mercado y se convertiría en un círculo virtuoso al atraer más inversionistas.

El mercado de bonos enfrenta altos costos de emisión y un proceso complejo para la autorización y colocación de emisiones. El costo asociado a una emisión de bonos en el mercado de capitales, tanto en el primario como en el segundo mercado, es muy alto en comparación con otras economías de América Latina. Esta afirmación también resultó como conclusión del estudio realizado por el "World Economic Forum"¹⁹ (WEF) sobre el desarrollo del mercado de capitales colombiano. En esta publicación, se identificó que uno de los retos que deben ser abordados son la disminución de los costos en los que debe incurrir una empresa para realizar una emisión de deuda y la simplificación de los requisitos para la aprobación de una emisión por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia (derechos de inscripción al RNVE, costo de la agencia calificadora, por la administración y custodia ante Deceval y DCV, costo del agente estructurador, entre otros).

Ahora bien, es conocido que el Segundo Mercado ofrece la posibilidad de disminuir los requisitos y relajar los montos requeridos para la realización de una emisión. Sin embargo, esta estrategia no ha sido eficiente ya que este mercado no ha presentado resultados. Por último, cabe resaltar que se han hecho ajustes de simplificación del proceso para los emisores recurrentes. Por lo tanto, mientras las condiciones de liquidez se mantengan en el sistema bancario, no será más beneficioso recurrir al mercado de capitales que a un crédito bancario para obtener financiación a largo plazo.

El mercado de bonos corrientes en el país tiene una demanda concentrada en altas calificaciones crediticias y las fluctuaciones cambiarias pueden afectar los retornos para los inversionistas extranjeros. Una de las limitaciones en tema de inversionistas es la demanda inexistente de títulos con calificación crediticia inferior a AA+. Esta barrera es un resultado de la rentabilidad mínima exigida por la regulación a los fondos de pensiones y cesantías, quienes son los principales inversionistas de estos títulos en el país. El no relajar esta condición desestimula la toma de riesgo por parte de los inversionistas y por ende tiende a homogenizar los portafolios de los mismos. Esto restringe entonces el acceso a financiación a través del mercado de capitales para empresas que no cumplan con estos niveles de calificación crediticia, y a la vez, restringe la liquidez del mercado, formando un círculo vicioso que frena el desarrollo del mercado de deuda privada en el país. El mercado secundario para las emisiones de deuda privada no existe, debido a que los inversionistas no están interesados en revender sus títulos.

18 En Colombia la regulación, según los requisitos de participación para los inversionistas se clasifica en mercado principal y segundo mercado. La Resolución 400 de 1995 crea el "Segundo Mercado", el cual tiene como objetivo facilitar el acceso al mercado de capitales local a un mayor número de emisores. Los únicos autorizados para adquirir las emisiones del Segundo Mercado son los inversionistas profesionales. Las condiciones para ser categorizado como inversionista profesional son:

- Tener un patrimonio igual o superior a 10.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV) y al menos unas de las siguientes condiciones:
- Ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a 5.000 SMMLV y haber realizado directa o indirectamente quince (15) o más operaciones de compra o venta, durante un periodo de 60 días calendario, en un tiempo que no supere los dos (2) años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación. El valor agregado de estas operaciones debe ser igual o superior al equivalente a 35.000 SMMLV.
 - Las personas que tengan vigente la certificación de profesional del mercado como operador otorgada por un organismo Autorregulador del Mercado de Valores (AMV).
 - Los organismos financieros extranjeros y multilaterales.
 - Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

19 Accelerating Capital Markets Development in Emerging Economies, World Economic Forum, May 2016

Las fluctuaciones cambiarias pueden impactar los retornos totales de la inversión hecha por inversionistas extranjeros. Su mecanismo de mitigación son los instrumentos de cobertura cambiaria, sin embargo, no hay mucha disponibilidad para coberturas de largo plazo y tienen un costo alto.

Falta desarrollar una estrategia para fomentar el mercado secundario para las emisiones de deuda privada. El mercado secundario de deuda privada es poco líquido y esto es una consecuencia de otras barreras ya mencionadas, pues al exigirse una alta calificación en los títulos que conforman los portafolios, hay poco incentivo para vender los bonos una vez se adquieren. De otra parte, hay pocos inversionistas y un volumen pequeño de emisiones. Al final se genera un círculo vicioso porque la baja liquidez genera problemas de creación de precios en los títulos, y esto desincentiva el interés de los inversionistas para realizar operaciones de compra venta, por lo que estos permanecen en los portafolios hasta el vencimiento. La baja liquidez es un riesgo que desincentiva la inversión extranjera en el mercado de deuda privada del país, porque se generan mayores riesgos en la formación del precio de los títulos.



5

ACCIONES DE LA HOJA DE RUTA PARA EL ESTABLECIMIENTO Y CRECIMIENTO DE UN MERCADO DE BONOS VERDES EN COLOMBIA

La hoja de ruta tiene dos fases: en la primera, se establecen las bases del mercado y la segunda detalla las acciones para expandir el mercado de bonos verdes de manera sostenida. En esta sección, se presentan las acciones que comprenden la hoja de ruta. En el Anexo se encuentra la tabla que resume las acciones de la hoja de ruta que contribuyen a superar las barreras y retos encontrados en Colombia para la creación y expansión sostenida de un mercado de bonos verdes, un cronograma relacionado con su desarrollo y posibles actores o responsables de llevar a cabo la acción.

5.1 FASE I: ESTABLECER LAS BASES DEL MERCADO DE BONOS VERDES

5.2.1 Primer Objetivo: Mejorar el conocimiento de los diferentes actores del mercado

Para desarrollar un mercado nuevo, es indispensable que el conocimiento del mismo se disemine en detalle, para que los potenciales beneficiarios tengan claridad sobre las ventajas de utilizar este instrumento. La capacitación necesita llevarse de forma específica a cada grupo de actores del mercado. Adicionalmente, las plataformas de intercambio de información y conocimiento ayudan a la divulgación necesaria para incrementar la capacidad de quienes intervienen en el mercado de bonos verdes. Se proponen dos sub-objetivos específicos, para desarrollar este primer objetivo principal:

Capacitación básica para que diferentes actores del mercado de bonos verdes ganen en apropiación y conocimiento del tema. El primer grupo²⁰ son posibles emisores de bonos verdes del sector real, financiero, municipios y departamentos que de manera autónoma pueden hacer emisiones en el mercado de

20 Como definición de trabajo para esta hoja de ruta, los emisores que pueden de manera autónoma desarrollar los bonos verdes, tienen un buen tamaño de portafolio de inversiones verdes, aproximadamente mayor a US \$50 millones, y calificación crediticia mínimo con grado de inversión, BBB-.

capitales. La diseminación de esta capacitación se haría a través de gremios y asociaciones apropiados para cada audiencia. El énfasis de la capacitación para este grupo está en identificar cuáles inversiones clasifican como verdes y qué requisitos exigen los estándares de etiquetado de bonos verdes. Por supuesto, hay un conocimiento básico general del paso a paso en la emisión de un bono verde que debe ser transmitido, para que haya la apropiación de cómo se maneja un ciclo completo de emisión. Ejemplo de asociaciones que pueden diseminar esta capacitación con apoyo de expertos externos son: Consejo Empresarial Colombia para el Desarrollo (CECODES), Asociación Nacional de Industriales (ANDI), Sector Agroindustrial de la Caña (ASOCAÑA), National Federation of Oil Palm Growers (FEDEPALMA), Asociación Colombiana de Generadores de Energía Eléctrica (ACOLGEN), Asociación de Entidades Bancarias (ASOBANCARIA).

También se requiere capacitar y sensibilizar a los inversionistas nacionales haciendo énfasis en las ventajas de las emisiones verdes para sus portafolios, pero también enseñándoles el paso a paso de una emisión verde. La Bolsa de Valores de Colombia (BVC) puede ser en el futuro un agente que apoye la dinamización de este mercado, pues es un punto donde confluyen emisores e inversionistas. La capacitación debe ser dirigida a conocer en el detalle la operación de un mercado de bonos verdes y propiciar intercambio con otras secciones de bonos verdes alojadas en las bolsas de valores en el mundo, para crear una sección similar en la BVC, en el escenario de un mercado dinámico.

Las capacitaciones se pueden apoyar en una guía de cómo se hace una emisión verde para Colombia y divulgarla a través de alguna plataforma dedicada a las finanzas verdes o del clima, la cual puede ser también promocionada por otras entidades como la BVC, ASOBANCARIA y gremios. Ejemplos de guías o “kits” de emisiones de bonos verdes ya existen y se pueden adaptar para el caso colombiano²¹.

Las plataformas de información y los foros permiten divulgar el conocimiento y compartir experiencias que mejoren el proceso de creación del mercado de bonos verdes en Colombia, por lo cual se debe propiciar la incorporación de una sección de información y divulgación del conocimiento de este instrumento en el sitio web de Finanzas del Clima, o en la Bolsa de Valores de Colombia, o alguna otra plataforma de información apropiada, a través de la cual haya un intercambio de información dinámico de conocimientos, documentos, memorias de foros y workshops, casos de éxito, entre otros.

Promocionar un foro o encuentro anual para América Latina, con el fin de divulgar y conocer los avances en el tema e intercambiar experiencias con países de América Latina y de otras regiones del mundo, en el cual asistan diferentes actores del mercado. Una propuesta rápida de este tipo de evento puede desarrollarse en conjunto con organizaciones que promocionan las finanzas del clima y los bonos verdes a nivel global²². Es muy posible que, con el liderazgo de alguna organización interesada en desarrollar el mercado de bonos verdes, o el DNP, se consigan patrocinadores para esta clase de eventos.

5.2.2 Segundo Objetivo: Definir inversión verde en Colombia con sus categorías y subcategorías.

Para que los diferentes mecanismos o vías de dirigir los flujos de inversión para un crecimiento verde y el cambio climático lleguen a las áreas priorizadas, es importante hacer una definición común de lo que es una inversión verde, que de una señal clara al sector público y una guía indicativa al sector privado para hacer portafolios verdes. Para impulsar este objetivo, se proponen dos sub-objetivos y sus respectivas acciones.

21 Como ejemplo pueden consultarse el siguiente link: http://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/Guia_emissa%CC%83o_ti%CC%81tulos_verdes_ING-2.pdf;

22 Ver Climate Bonds Initiative, Environmental Finance, Emerging Markets.

Se propone hacer una armonización del concepto de inversión verde para el país y tener como resultado un documento guía concertado entre sector público y privado. La armonización se debe realizar tomando diferentes conceptos que vienen de las políticas de crecimiento verde, NDC, inversiones en adaptación al cambio climático, desarrollo urbano sostenible, transporte sostenible, desarrollo rural sostenible, energía y las prioridades del sector productivo nacional. Un beneficio de hacerlo es que se crea confianza entre desarrolladores e inversionistas y se facilita dirigir los proyectos hacia las prioridades nacionales. La guía (Guía Nacional de Inversiones Verdes) puede ser impulsada al interior del Sub – Comité de bonos verdes y publicada en la plataforma de finanzas del clima, en la sección de bonos verdes.

Hacer una categorización conocida por los inversionistas internacionales y nacionales que facilite el entendimiento de los portafolios verdes colombianos. Una vez definido lo que es una inversión verde apropiada para el país, se debe realizar la tarea de armonizar en la guía de inversión verde las definiciones, categorías y subcategorías nacionales, con las definiciones internacionales por sector y subsector utilizadas por los inversionistas de bonos verdes y que generalmente vienen establecidas en guías y estándares como los Green Bonds, Climate Bonds Standard (CBS) y otras formas de catalogación de las inversiones para bonos verdes aceptadas por los inversionistas. Este ejercicio indica qué categorías sería importante proponer para desarrollar en los estándares internacionales ya que pueden ser importantes para Colombia. De forma preliminar, en la fase diagnóstica se identificó que será necesario hacerlo para la energía hidroeléctrica. Los administradores de estándares internacionales como el CBI estarían dispuestos a revisar las necesidades particulares de Colombia.

5.2.3 Tercer Objetivo: Identificar y formar portafolios verdes de forma permanente

La oferta de proyectos y portafolios verdes garantiza que haya posibilidades de emitir bonos verdes y atrae a los inversionistas internacionales y nacionales. Para alcanzar este objetivo se proponen los siguientes sub-objetivos con sus respectivas acciones:

Buscar dentro de las bases de datos del gasto ejecutado en inversión pública nacional y territorial, activos que se puedan llevar a portafolios verdes. Las inversiones públicas nacionales se recopilan en el SIIF²³, Sistema Nacional de Regalías y Fondo de Adaptación. Las inversiones de naturaleza regional se recopilan en la base de datos del FUT²⁴. En la actualidad, el DNP desarrolla una metodología de clasificación del gasto de inversión en cambio climático para las inversiones registradas en estas bases de datos. La clasificación del gasto de inversión anual en cambio climático puede apoyar la identificación de proyectos que cumplan las características para bonos verdes. Por ejemplo, un proyecto de transporte masivo urbano se reflejará en varios años de inversión, o un proyecto de manejo de los residuos urbanos, puede englobar varias actividades y activos, susceptibles de ser incluidos en un portafolio verde. De otra parte, no todo el espectro de inversión verde está contemplado en cambio climático, por lo cual se plantea que una vez se termine de formular la política de crecimiento verde, la clasificación del gasto se extienda a todo el espectro de medio ambiente y el crecimiento verde, que se aloja de forma transversal en todos los sectores y entes territoriales.

23 SIIF - Sistema Integrado de Información Financiera, de Minhacienda y Crédito Público.

24 FUT – Formulario único territorial, alojado en el Departamento Nacional de Planeación

Para las inversiones futuras del gobierno nacional y territorial, como parte del desarrollo de un banco de proyectos o planes de inversión de las políticas públicas, se debe desde el inicio identificar cuáles inversiones clasificarían como verdes, de tal forma que esta información alimente la búsqueda de los portafolios de bonos verdes.

Tener disponibles herramientas y un apoyo permanente para la identificación, formulación y seguimiento de inversión y portafolios verdes. El uso de herramientas y diseños estándar de tipos de proyectos, que facilitan el análisis, diseño, monitoreo y seguimiento de las inversiones verdes que forman portafolios, puede acelerar la formación de los mismos. Se propone crear diseños estándar de los proyectos verdes más frecuentes en el sector público, que contemplen desde el inicio el uso de indicadores apropiados que midan su impacto al medio ambiente. Esta iniciativa también puede ser extensiva a la tipología de inversión más frecuente en los sectores productivos en los que participa la inversión privada.

Adicionalmente, se puede contar con un soporte permanente, para la identificación de inversiones verdes, diseño, seguimiento y monitoreo, al menos mientras el mercado toma una dinámica constante de crecimiento, dentro de alguna entidad pública o privada, que tenga la capacidad y el interés para llevar a cabo esta labor.

5.2.4 Cuarto objetivo: Estimular un mayor uso de los incentivos existentes

La regulación ambiental tiene incentivos amplios y suficientes, pero muchos de ellos no se reglamentaron aún y pueden incentivar la inversión verde. Las exenciones tributarias para producción limpia se reglamentaron, pero los usuarios indican que es un proceso largo y dispendioso y que contempla solamente un espectro limitado de inversiones. Los incentivos a la inversión extranjera que pueden aplicar a inversionistas de bonos verdes internacionales se han divulgado muy poco. Antes de la reforma tributaria, la retención en la fuente para inversiones extranjeras en deuda con un plazo superior a un año era del 33%, y con la reforma se redujo al 15%. Esta importante reducción debe ser comunicada a los fondos extranjeros, quienes pueden ampliar la base de inversionistas para el mercado de bonos.

Ahora bien, esta reforma no modificó la barrera de la doble tributación para algunos países, a excepción de Italia, Alemania, Chile, España, Suiza, México entre otros. Esta limitación podría ser modificada por parte del gobierno para impulsar inversiones provenientes de países como Estados Unidos.

Se proponen los siguiente sub-objetivos y sus respectivas actividades:

Divulgar de manera amplia la existencia de los incentivos tributarios para inversión ambiental y de la inversión extranjera. La divulgación se debería hacer en diferentes publicaciones para inversionistas de bonos verdes e inversión extranjera, en una labor conjunta entre las autoridades del Gobierno y debería estar disponible en el sitio web de Finanzas del Clima.

Contar con incentivos alineados a los objetivos buscados y simplificar el acceso a los mismos. La reglamentación de las exenciones de IVA e impuesto a la renta para inversión en medio ambiente ha limitado el espectro de aplicación de los mismos a una tipología de inversión que puede ser ampliada. Esto no requiere modificación de la ley tributaria, sino que por la vía de decretos y resoluciones se pueden contemplar otros tipos de inversión. No se espera que todas las categorías de inversión verde estén contempladas en las exenciones, pero sí las que tengan mayor importancia para Colombia.

De otra parte, se propone una acción orientada a revisar los procedimientos de acceso de los incentivos tributarios para medio ambiente y energías renovables, para simplificarlos y tornar más eficiente su acceso. Con esto, se crean condiciones propicias para el desarrollo de la inversión verde, una condición necesaria para que diferentes instrumentos de financiamiento se desarrollen.

La regulación ambiental contempla instrumentos económicos que inducen las inversiones ambientales. Su reglamentación hace parte de un conjunto de política ambiental y por lo tanto la acción consiste en revisar las posibilidades existentes para priorizar su reglamentación, según los objetivos en materia de crecimiento verde.

5.2.5 Quinto Objetivo: Consolidar el mecanismo de Gobernanza

Para impulsar el desarrollo del mercado se requiere de una instancia que lidere y coordine las acciones con la participación de actores clave, que puedan concertar y llevarlas a cabo. Brasil y México establecieron un mecanismo de gobernanza que impulsa las acciones de la hoja de ruta propuesta en cada país.

Para lograrlo el primer paso propuesto es de manera formal conformar el Subcomité de bonos verdes del Comité de Gestión Financiera del SISCLIMA, vinculando a los siguientes miembros: un representante de los inversionistas institucionales (ASOFONDOS) Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantía, un representante del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), un representante del Ministerio de Ambiente y Desarrollo Sostenible (MADS), un representante de Bancoldex, un representante de Findeter, un representante del Protocolo Verde, un representante de (FINAGRO) Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario, un representante de los emisores del sector real, un representante de la Superintendencia Financiera y un representante de la Bolsa de Valores de Colombia.

El Subcomité de bonos verdes debería establecer una agenda para impulsar la hoja de ruta propuesta y hacer seguimiento periódico de la misma, una vez se formalice su conformación. Finalmente establece una Secretaría Técnica y un reglamento marco para operar.

5.2.6 Sexto Objetivo: Contar con firmas de verificación de estándares de bonos verdes en el país

Para crear confianza entre los inversionistas sobre los portafolios que soportan las emisiones verdes, se aplican estándares reconocidos para marcar las emisiones de bonos verdes. La verificación del estándar se da durante todo el ciclo del bono, es decir pre – emisión, emisión y post – emisión. Tener esta capacidad en los equipos locales de las firmas que prestan servicios de verificación, ayuda a que se agilicen los procedimientos y sean menos costosos para los emisores. Así que se recomienda un solo sub-objetivo con sus respectivas acciones.

Interesar a las firmas de verificación con sus equipos locales. Para ello se recomienda realizar eventos de divulgación entre las firmas de origen internacional que tienen representaciones en Colombia, pero que cuentan en sus oficinas fuera del país con equipos internacionales que pueden transferir la experiencia de verificar bajo estándares de bonos verdes y propiciar reuniones entre los verificadores y el Subcomité de bonos verdes, para lograr un entendimiento de las acciones necesarias para impulsar el mercado. Se esperaría que las firmas tomen acción en capacitar los equipos locales para que presten el servicio, pero si es necesario, el Subcomité de bonos verdes, puede propiciar una actividad para apoyo en la capacitación de los verificadores.

5.2.7 Séptimo Objetivo: Estandarizar el seguimiento y monitoreo del impacto de las inversiones para verificadores e inversionistas

Los emisores y administradores del portafolio verde que respaldan a los bonos verdes deben reportar tanto a las firmas verificadoras como a los inversionistas. El reporte tiene varios fines: verificar el avance de los

proyectos en las metas que deben alcanzar, monitorear el impacto en el medio ambiente y reportar la aplicación de los recursos.

Tener indicadores estandarizados por tipología de proyecto y una guía de cómo se reporta, facilita la tarea de monitoreo y seguimiento a los responsables de administrar el portafolio verde y los emisores.

Todo esto se traduce en una disminución de los costos de transacción de hacer el monitoreo, seguimiento y reporte. Para ello se proponen dos actividades: i) definir el tipo de indicadores de seguimiento e impacto adecuado a la tipología de proyecto que se aloja en cada categoría y subcategoría de la Guía de Inversiones Verdes del país y ii) diseñar o adaptar un reporte estándar de seguimiento y monitoreo, que facilite a los emisores y desarrolladores de proyectos en Colombia la tarea de informar a los inversionistas y facilitar a las firmas verificadoras las revisiones. Todo esto bajo estándares internacionales ya utilizados y con el apoyo de los administradores de los estándares de bonos verdes.

5.2.8 Octavo Objetivo: Establecer mecanismos de manejo de los recursos captados en las emisiones de bonos verdes

Los principios que se aplican a los bonos verdes y los inversionistas buscan que los recursos captados se apliquen en inversiones verdes y un manejo transparente de los recursos. El objetivo que se busca es crear confianza en el manejo de los recursos hacia inversiones verdes, especialmente las realizadas por el sector público. Para este único sub-objetivo se plantean las siguientes actividades:

Establecer o adaptar de otros ejemplos, una guía para el manejo de recursos de las emisiones de bonos verdes, en la cual se especifiquen reglas de inversión para aquellos recursos dirigidos a refinanciamiento y proyectos nuevos. Esta guía debe contemplar reglas para el manejo de recursos ya colocados y aquellos pendientes de dirigir hacia las inversiones verdes.

De forma complementaria, para establecer una trazabilidad en los movimientos de los recursos captados por bonos verdes, se propone sugerir en la guía la creación de cuentas separadas, en las cuales sea posible hacer un seguimiento detallado de movimientos y uso de recursos. Esto es especialmente importante para las entidades públicas, que además de reportar para bonos verdes, deben reportar a organismos de control de la gestión pública. Como parte de la creación de las cuentas separadas será necesario instruir a los desarrolladores de proyectos y emisores sobre los diferentes sistemas para llevar el registro de manejo de los recursos y como reportar estos movimientos a los inversionistas.

5.2.9 Noveno Objetivo: Asegurar que en el largo plazo sea posible financiar el portafolio de proyectos verdes

En el largo plazo, el financiamiento verde debe estar soportado en diferentes instrumentos de deuda e inversión patrimonial. Los bonos verdes se utilizan más para refinar operaciones, que para financiar proyectos nuevos. En la práctica los portafolios que respaldan las emisiones de bonos verdes son una mezcla entre activos y proyectos futuros. Se propone un sub-objetivo con diferentes actividades.

Estructurar diferentes mecanismos y productos financieros para movilizar el financiamiento verde. La actividad consiste en trabajar con la banca comercial local y de desarrollo en ampliar el diseño de productos innovadores para financiamiento verde, de acuerdo con la tipología de proyectos priorizada en la Guía de Inversión Verde, en aspectos como la disponibilidad de productos de largo plazo y formas de agregación de tamaños pequeños de proyecto.

Adicionalmente, en conjunto con la banca de desarrollo nacional e internacional, estructurar garantías que permitan movilizar flujos de recursos hacia la inversión verde.

5.2 FASE II: EXPANSION SOSTENIDA Y EXITOSA DEL MERCADO

5.2.1 Primer Objetivo: Desarrollar más casos demostrativos con diferentes tipos de emisores e inversionistas

Una forma efectiva de propiciar la expansión del mercado es probar los bonos verdes con diferentes tipos de emisores e inversionistas. En particular, los dos casos que se han desarrollado en el país con Bancolombia y Davivienda, pertenecen a la banca comercial y el inversionista fue IFC, con reglas simplificadas del Segundo Mercado²⁵. Falta probar emisiones con la banca de desarrollo local, el sector real, las ciudades y departamentos. Desde el punto de vista de los inversionistas, no se ha probado el mercado primario, como tampoco a inversionistas internacionales diferentes a IFC. Se busca el siguiente sub-objetivo, con sus respectivas actividades:

Crear confianza en el mercado tanto para emisores como inversionistas, educarlos respecto al tipo de inversiones verdes que se pueden vincular, probar estándares y reglas. Se propone hacer al menos dos o tres emisiones de bonos verdes en el primer año con la banca de desarrollo nacional: FINDETER, Bancoldex, FDN y FINAGRO/Banco Agrario, dirigidas a los sectores que atienden, pues cada banca se ha especializado en el manejo del riesgo de inversiones en el sector para el que fueron creadas.

Al mismo tiempo, se puede impulsar emisiones verdes entre las empresas de gran tamaño que cumplen cuatro condiciones: a) tienen emisiones vigentes de bonos corrientes; b) tienen experiencia en el mercado y calificaciones crediticias iguales o superiores a AA+; c) se pudo identificar activos y proyectos verdes; d) han adoptado políticas de sostenibilidad que dan confianza a inversionistas.

También se pueden hacer emisiones de bonos verdes con las ciudades y departamentos que de forma autónoma tienen condiciones para hacerlo, en el marco de sus políticas de desarrollo urbano sostenible y que cuentan con activos y proyectos verdes en transporte urbano sostenible, manejo de residuos urbanos, gestión energética eficiente, edificaciones bajo normas de eco-eficiencia, manejo de la infraestructura ecológica básica de la ciudad, manejo del agua, y adaptación al cambio climático. En la categoría de emisores públicos, se puede apoyar a otras entidades estatales de servicios, que funcionan dentro de los municipios, pero con patrimonios y gestión independientes. Estas empresas de servicios generalmente hacen manejo de acueductos, alcantarillados y algunas realizan generación y transmisión de energía. Se deberían escoger aquellas que ya han hecho o hicieron emisiones de bonos corrientes y pueden soportar un portafolio de proyectos y activos verdes.

Finalmente, dentro de los emisores mencionados anteriormente se puede revisar la posibilidad de que emisiones ya realizadas de bonos ordinarios de grandes empresas, municipios y departamentos, e incluso bancos, pero que al mismo tiempo disponen de portafolios verdes no etiquetados, puedan hacer el proceso de aplicación de un estándar de bono verde.

25 Consultar en el documento de diagnóstico en que consiste el Segundo mercado y sus reglas simplificadas.

5.2.2 Segundo Objetivo: Reducir costos de emisión y simplificar el proceso para la autorización y colocación de emisiones

Para lograr este objetivo, se proponen dos acciones:

Disminuir los costos asociados a una emisión por parte de agentes privados del mercado, en línea con el diagnóstico del WEF, para que se estimule a que más emisores coloquen bonos y que al final haya un resultado positivo para todos. Por un lado, los agentes privados que intervienen (agencia calificador de riesgos, por la administración y custodia ante Deceval, agente estructurador de la emisión, entre otros), ganan con mayores volúmenes de colocación y los emisores ven un mecanismo menos costoso que pueden utilizar como alternativa de financiamiento. Cabe anotar que la mayoría de los costos asociados a una emisión están en cabeza de los agentes privados.

Divulgar los esfuerzos en disminución de costos y procesos realizados por el gobierno, puesto que, aunque se han realizado simplificaciones en los requisitos y se han relajado los montos requeridos para realizar emisiones, especialmente para emisores recurrentes, la medida no ha dado el resultado esperado, en parte por falta de una estrategia de comunicación efectiva a los empresarios del sector real, para que contemplen usar mucho más el mercado de bonos como mecanismo de financiamiento.

La información de avance en la disminución de costos y procesos debe estar disponible en las diferentes guías que se proponen en esta hoja de ruta para impulsar el mercado de bonos verdes y en diferentes plataformas de información, como Finanzas del Clima, Superfinanciera, BVC, ASOFONDOS, entre otros.

5.2.3 Tercer Objetivo: Diversificar la Demanda con títulos con calificación crediticia inferior a AA+.

En el año 2016, se emitió el decreto Número 765 del 6 de mayo de 2016 que permite a los fondos de pensiones unificar el límite aplicable a la inversión en fondos de capital privado locales y extranjeros a un nivel agregado del 10% para el fondo moderado, permitiendo una administración más flexible de estos activos. También se creó una nueva categoría de inversión de "activos restringidos" que brindan mayor flexibilidad en la inversión. Por último, el gobierno aprobó en este mismo año, un vehículo de inversión de activos alternativos para los fondos de pensiones hasta por 10.000 millones de USD. Estas medidas demuestran una clara intención del gobierno por incentivar el desarrollo del mercado de capitales, mediante la diversificación de la demanda con títulos de calificación inferior a AA+. Se proponen los siguientes sub-objetivos y sus acciones:

Estimular las emisiones inferiores a AA+ dado que actualmente no hay una demanda para títulos con una calificación inferior y estimular emisiones de tamaños menores. Basado en los desarrollos que se exponen en el párrafo anterior, una de las alternativas para el desarrollo del mercado de bonos verdes, sería la creación de fondos de capital alternativos que puedan abrir un canal especializado en bonos verdes.

Incentivar a los inversionistas institucionales en inversiones inferiores a AA+. Ahora bien, existe una alternativa para impulsar la inversión por parte de los fondos de pensiones en títulos de deuda privada con calificaciones inferiores a AA+, sin embargo, esta requeriría modificar la regulación existente. El establecimiento de una banda para el determinar la rentabilidad mínima podría estimular la inversión en títulos con mayor riesgo; de manera que se modificaría el piso actual por un piso y un techo dentro del cual pueda fluctuar la rentabilidad exigida. De esta forma, cualquier exceso por encima del techo serviría como fuente en caso de que la rentabilidad fuese inferior al piso. Empresas con calificaciones inferiores estarían más incentivadas a hacer emisiones de bonos en general y, una parte de estos podrían ser bonos verdes.

5.2.4 Cuarto Objetivo: Mitigar el impacto del riesgo de tasa de cambio para inversionistas extranjeros.

Por último, teniendo en cuenta la importante devaluación del peso colombiano en los últimos años, es importante crear un ambiente propicio para que los inversionistas extranjeros puedan mitigar el impacto del riesgo de tasa de cambio a través del mercado de coberturas de moneda a largo plazo. Es recomendable que las entidades financieras colombianas generen espacios para el desarrollo de este mercado.

5.2.5 Quinto Objetivo: Fomentar el mercado secundario para las emisiones de deuda privada

El mercado secundario en Colombia presenta una baja liquidez y por ende es poco atractivo para los inversionistas. Para fomentar la participación de los inversionistas en este mercado, es necesario desarrollar una estrategia en la que se cree un ambiente adecuado para la participación de nuevos emisores y la profundización por parte de los inversionistas. Para esto se sugieren los siguientes sub objetivos y actividades:

Primero, eliminar el sesgo normativo negativo frente a la tenencia de títulos de deuda privada en los portafolios de los intermediarios financieros. Una forma de incentivar al sector bancario a participar en la compra y venta de bonos puede ser la reducción de la ponderación de estos títulos en la fórmula de cálculo del patrimonio técnico de la entidad.

Segundo, reducir la restricción de entrada de comisionistas al mercado. Esta acción consiste en permitir que las operaciones de fondeo sobre deuda privada que tengan garantías no se incluyan en los límites de apalancamiento de las comisionistas de bolsa. Esto permitiría reducir la restricción de entrada de comisionistas al mercado actualmente limitada por el patrimonio técnico del intermediario con el que opera.

Tercero, modificar los esquemas de remuneración por la gestión de portafolios pensionales, incorporando la gestión de retorno adicional y la eficiencia en la gestión, ya que actualmente, sólo se tiene en cuenta el retorno mínimo.

Cuarto, incrementar el seguimiento al mercado. Para ello se propone generar índices de referencia para el mercado de deuda privada, que puedan servir como punto de partida para la evaluación de los gestores de portafolio. Adicionalmente, daría a los inversionistas la posibilidad de hacer seguimiento a este segmento del mercado.

Todas estas son estrategias que permitirían desarrollar el ecosistema necesario para crear el mercado de riesgo y generar las condiciones de liquidez y pluralidad de demanda, con el fin de que emisores con calificaciones por debajo de AA+ tengan acceso real y eficiente a los recursos del mercado de capitales.



6

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Colombia cuenta con un gran potencial para encaminar el crecimiento verde y lograr estructurar programas y proyectos que generen competitividad auténtica para el país basado en sus enormes potenciales naturales y humanos. Para lograr este camino, se requiere generar un portafolio atractivo de programas y proyectos que a la vez usen nuevos instrumentos financieros como los bonos verdes para su financiamiento. En este sentido, la hoja de ruta ha plasmado los pasos necesarios para que el país impulse los bonos verdes de manera proactiva analizando los diferentes elementos de entendimiento de lo que se entiende por proyectos verdes y a la vez bonos verdes, capacitación, generación de portafolio de proyectos y soluciones a los retos financieros estructurales para la emisión de bonos.

El tipo de acciones que se requieren comienzan por crear capacidades y apropiación del instrumento de bonos verdes entre los diferentes actores del mercado. Hay un grupo de acciones en la hoja de ruta que se puede desarrollar de forma acelerada y que pueden impulsar rápidamente el desarrollo del mismo. Estas acciones comienzan por establecer el mecanismo de Gobernanza con participación de actores del mercado que actualmente no hacen parte del Subcomité de bonos verdes. Adicionalmente, los casos demostrativos con diferentes emisores e inversionistas, ayudan a incrementar el conocimiento y apropiación del tema. Si esta actividad se acompaña con la definición de diferentes guías y metodologías de inversión verde, reporte y monitoreo y alineación con estándares internacionales, se tendrá una base para apoyar rápidamente a los posibles emisores.

A la vez, el país está en mora de visibilizar las inversiones verdes tanto públicas como privadas, de manera a entender su potencial en el desarrollo económico de los sectores y en cada ciudad y territorio. Clasificar las inversiones verdes en las cuentas nacionales y generar un portafolio de oportunidades verdes va a acelerar las oportunidades de inversión con recursos tanto internos como externos, y facilitar el desarrollo de instrumentos financieros como los bonos verdes.

Las campañas de divulgación y la plataforma de información se pueden comenzar a implementar en el mediano plazo, luego de implementar las acciones descritas en términos de capacidades y apropiación. Por último, como es sabido, las mismas barreras que hay en el mercado de bonos ordinarios, las hay para el segmento del mercado de bonos verdes. Una propuesta hacia las autoridades financieras para seguir esti-

mulando la reducción de costos y procesos para emisores, lo mismo que reglamentaciones que flexibilicen los requisitos de riesgo crediticio y rentabilidad que deben cumplir los inversionistas, tiene beneficios para todo el mercado de capitales y brindará un mejor escenario de crecimiento para los bonos verdes. Estas propuestas también se pueden acompañar de estímulos al mercado secundario de títulos y una reglamentación más acorde de la tipología de inversiones que aplica a los incentivos tributarios.

El paquete de medidas que se puede impulsar puede desarrollarse en el corto plazo, con una agenda de trabajo impulsada por el Subcomité de bonos verdes, incluyendo la participación de nuevos actores como los fondos de pensiones y con la participación de posibles emisores del sector privado. Las sinergias entre las funciones del estado para generar las condiciones habilitantes para la emisión de bonos y las oportunidades de emisión que empiezan a verse desde el sector privado, serán fundamentales para generar la confianza necesaria para estimular los bonos verdes como un instrumento viable para el crecimiento verde de Colombia.



BARRERAS/RETOS PARA ABORDAR	OBJETIVO A ALCANZAR	ACCIONES DE HOJA DE RUTA	ACTORES	Tri1	Tri2	Tri3	Tri4	Tri5	Tri6	Tri7	Tri8
	Buscar dentro de la inversión pública nacional y territorial inversiones verdes que sean susceptibles de llevar a portafolios que respalden las emisiones	Buscar dentro de las bases de datos del gasto ejecutado en inversión pública nacional y territorial, activos que se puedan llevar a portafolios verdes.	DNP, Expertos de apoyo, diferentes entidades interesadas en portafolios verdes del sector público y privado.								
3	Falta identificar y formar portafolios verdes de forma permanente	Tener disponibles herramientas y un apoyo permanente para la identificación, formulación y seguimiento de inversión y portafolios verdes	Para las inversiones futuras del gobierno nacional y territorial, como parte del desarrollo de un banco de proyectos o planes de inversión de las políticas públicas, desde el inicio identificar cuáles inversiones clasificarían como verdes. Diseñar, adaptar y divulgar el uso de herramientas que faciliten el análisis, diseño, monitoreo y seguimiento de las inversiones verdes que forman portafolios. En las entidades que desarrollan, operan y administran proyectos verdes para emisiones de bonos, apoyar el establecimiento de la definición de indicadores apropiados que midan su impacto al medio ambiente. Establecer un soporte permanente a la identificación de inversiones verdes, diseño, seguimiento y monitoreo, con la ayuda de expertos en el tema.	DNP, MADS, departamentos, municipios, Expertos de apoyo							
4	Bajo uso de los incentivos tributarios existentes en materia de inversión ambiental y de energía renovable no convencional, falta de reglamentación de instrumentos económicos de la regulación ambiental y falta de divulgación, incluyendo incentivos a inversión extranjera	Divulgar de manera amplia la existencia de los incentivos tributarios para inversión ambiental e inversión extranjera. Contar con incentivos alineados a los objetivos buscados y simplificar el acceso a los mismos	Divulgar cómo aprovechar los incentivos ambientales. Comunicar la reducción de tasa de retención en la fuente definida en la reforma tributaria de 2016 para inversiones superiores a un año, para inversionistas extranjeros (30% al 15%). Ampliar el espectro de inversiones verdes para las exenciones de IVA e impuesto de renta y simplificar el acceso a las mismas, en línea con la tipología de inversión verde requerida para el crecimiento verde. Reglamentar algunos instrumentos económicos de la ley ambiental que inducen la inversión verde.	Mincomercio, Industria y Turismo, Procolombia, MADS, DNP							
5	Se requiere que en el mecanismo de Gobernanza para el impulso del mercado de bonos verdes participen actores adicionales que son claves para su desarrollo	Coordinar, comprometer e impulsar acciones concertadas y necesarias con los actores claves del mercado	Vincular a los inversionistas institucionales, participantes del sector real escogidos dentro de los emisores actuales del mercado de bonos corriente, Superintendencia Financiera, Bolsa de Valores de Colombia. Establecer una agenda para impulsar la hoja de ruta propuesta y hacer seguimiento periódico de la misma Desarrollar un reglamento marco para que opere el Sub-comité de bonos verdes ampliado y establecer una Secretaría Ejecutiva, que se encargue de circular información entre los miembros y coordinar las acciones necesarias	DNP							

BARRERAS/RETOS PARA ABORDAR	OBJETIVO A ALCANZAR	ACCIONES DE HOJA DE RUTA	ACTORES	Tri1	Tri2	Tri3	Tri4	Tri5	Tri6	Tri7	Tri8
6	No hay conocimiento entre las posibles firmas de verificadores locales acerca de los bonos verdes y estándares para etiquetarlos	Interesar a las firmas de verificación en prestar el servicio para las emisiones de bonos verdes con sus equipos locales	Realizar eventos de divulgación entre las firmas de verificación								
7	Faltan mecanismos estandarizados de seguimiento y monitoreo de inversiones verdes, y reporte a los inversionistas	Tener indicadores estandarizados por tipología de proyecto y una guía de cómo se reporta, facilita la tarea de monitoreo y seguimiento para los portafolios verdes	Propiciar reuniones entre los verificadores y el Subcomité de Bonos Verdes, para lograr un entendimiento de las acciones necesarias para impulsar el mercado De ser necesario, apoyar la capacitación de los verificadores locales. Diseñar un reporte estándar de seguimiento y monitoreo bajo estándares internacionales ya utilizados. Definir el tipo de indicadores de seguimiento e impacto adecuado a la tipología de proyecto que se aloja en cada categoría y subcategoría	Subcomité de bonos verdes con apoyo de Expertos y equipos internacionales de las firmas verificadoras Subcomité de bonos verdes y firmas de verificación Subcomité de bonos verdes con apoyo de Expertos y equipos internacionales de las firmas verificadoras Verificadores y expertos en el tema, con apoyo de gestores de los estándares Verificadoras y expertos en el tema, con apoyo de gestores de los estándares							
8	Ausencia de mecanismos de manejo de los recursos captados por los bonos verdes que hagan transparente la aplicación de los mismos en inversión verde.	Crear confianza en el manejo de los recursos hacia inversiones verdes, especialmente en las realizadas por el sector público	Realizar eventos de divulgación entre las firmas de verificación Propiciar reuniones entre los verificadores y el Subcomité de Bonos Verdes, para lograr un entendimiento de las acciones necesarias para impulsar el mercado De ser necesario, apoyar la capacitación de los verificadores locales. Diseñar un reporte estándar de seguimiento y monitoreo bajo estándares internacionales ya utilizados. Definir el tipo de indicadores de seguimiento e impacto adecuado a la tipología de proyecto que se aloja en cada categoría y subcategoría	Subcomité de bonos verdes con apoyo de Expertos y equipos internacionales de las firmas verificadoras Subcomité de bonos verdes y firmas de verificación Subcomité de bonos verdes con apoyo de Expertos y equipos internacionales de las firmas verificadoras Verificadores y expertos en el tema, con apoyo de gestores de los estándares Verificadoras y expertos en el tema, con apoyo de gestores de los estándares							
9	Se debe asegurar que en el largo plazo es posible financiar el portafolio de proyectos verdes	Estructurar mecanismos y productos financieros para movilizar el financiamiento verde en el largo plazo	Realizar eventos de divulgación entre las firmas de verificación Propiciar reuniones entre los verificadores y el Subcomité de Bonos Verdes, para lograr un entendimiento de las acciones necesarias para impulsar el mercado De ser necesario, apoyar la capacitación de los verificadores locales. Diseñar un reporte estándar de seguimiento y monitoreo bajo estándares internacionales ya utilizados. Definir el tipo de indicadores de seguimiento e impacto adecuado a la tipología de proyecto que se aloja en cada categoría y subcategoría	Subcomité de bonos verdes con apoyo de Expertos y equipos internacionales de las firmas verificadoras Subcomité de bonos verdes y firmas de verificación Subcomité de bonos verdes con apoyo de Expertos y equipos internacionales de las firmas verificadoras Verificadores y expertos en el tema, con apoyo de gestores de los estándares Verificadoras y expertos en el tema, con apoyo de gestores de los estándares							
FASE II: EXPANSION DEL MERCADO											
10	Faltan más casos demostrativos entre los diferentes sectores/ actores de la inversión verde y en el mercado primario de bonos	Crear confianza en el mercado tanto para emisores como inversionistas, educarlos respecto al tipo de inversiones verdes que se pueden vincular, probar estándares y reglas.	Hacer emisiones de bonos verdes con la banca de desarrollo local Impulsar emisiones verdes entre las empresas de gran tamaño.	Bancos de Desarrollo con apoyo de expertos en el tema Empresas de gran tamaño con apoyo de expertos en el tema							

BARRERAS/RETOS PARA ABORDAR	OBJETIVO A ALCANZAR	ACCIONES DE HOJA DE RUTA	ACTORES	Tri1	Tri2	Tri3	Tri4	Tri5	Tri6	Tri7	Tri8
10 Faltan más casos demostrativos entre los diferentes sectores/ actores de la inversión verde y en el mercado primario de bonos	Crear confianza en el mercado para emisores como inversionistas, educarlos respecto al tipo de inversiones verdes que se pueden vincular, probar estándares y reglas.	Hacer emisiones de bonos verdes con las ciudades y departamentos que de forma autónoma tienen condiciones para hacerlo	Ciudades y departamentos con apoyo de Min Hacienda y expertos en el tema								
	Apoyar a otras entidades estatales de servicios, que funcionan dentro de los municipios y departamentos, pero con patrimonios y gestión independientes, en las emisiones verdes.	Revisar la posibilidad de que emisiones de bonos ordinarios de grandes empresas, que disponen de portafolios verdes no etiquetados, puedan hacer el proceso de aplicación de un estándar de bono verde.	Entidades estatales de servicios con el apoyo de expertos en el tema	BVC y emisores							
11 Se enfrentan altos costos de emisión y un proceso complejo para la autorización y colocación de emisiones	Disminuir costos y simplificar procesos de emisión de bonos para estimular a más emisores	Expedir regulación adicional para disminuir los costos de emisión en el mercado primario, el segundo mercado y emisores recurrentes.	Superfinanciera								
	Divulgar avances en disminución de costos y requisitos de emisión	Simplificar aún más el proceso de emisiones para el mercado primario y los emisores recurrentes	Superfinanciera								
12 El mercado de bonos ordinarios en el país tiene una demanda concentrada en altas calificaciones crediticias y las fluctuaciones cambiantes pueden afectar los retornos para los inversionistas extranjeros	Estimular las emisiones inferiores a AA+ y estimular emisiones de tamaños menores, mediante mecanismos de agregación	Divulgar procesos que se han simplificado y hacer divulgación permanente de futuras reglas sobre costos y procesos.	Superfinanciera								
	Incentivar a los inversionistas institucionales en inversiones inferiores a AA+	La información sobre procesos y costos de emisiones debe ser estar disponible en plataformas de información y guías para mercados de bonos verdes	BVC, Superfinanciera, Mincomercio								
13 Falta desarrollar una estrategia para fomentar el mercado secundario para las emisiones de deuda privada	Mitigar el impacto del riesgo de tasa de cambio para inversionistas extranjeros	Crear fondos de capital alternativo para diversificar la oferta para los inversionistas dado que, actualmente no hay demanda de títulos corrientes con calificación crediticia inferior a AA+.	Superfinanciera								
	Eliminar el sesgo normativo negativo frente a la tenencia de títulos de deuda privada en los portafolios de los intermediarios financieros-	Establecimiento de una banda para el determinar la rentabilidad mínima podría estimular la inversión en títulos con mayor riesgo	Superfinanciera								
13 Falta desarrollar una estrategia para fomentar el mercado secundario para las emisiones de deuda privada	Reducir la restricción de entrada de comisionistas al mercado	Propiciar que la banca de desarrollo (nacional e internacional) y la banca comercial desarrollen las coberturas (swaps) cambiarias de largo plazo.	Banca comercial								
	Modificar los esquemas de remuneración por la gestión de portafolios pensionales	Reducción de la ponderación de estos títulos en la fórmula de cálculo del patrimonio técnico de la entidad.	Superfinanciera								
13 Falta desarrollar una estrategia para fomentar el mercado secundario para las emisiones de deuda privada	Incrementar el seguimiento al mercado	Permitir que las operaciones de fondeo sobre deuda privada que tengan garantías no se incluyan en los límites de apalancamiento de las comisionistas de bolsa.	Superfinanciera								
	Incrementar el seguimiento al mercado	Incorporar la gestión de retorno adicional y eficiencia en la gestión en los portafolios pensionales	Superfinanciera								
		Generar índices de referencia para el mercado de deuda privada que puedan servir como punto de partida para la evaluación de gestores de portafolio.	BVC								

8

BIBLIOGRAFÍA

CBI. (Julio de 2016). *Climate Bonds Initiative*. (C. B. Initiative, Ed.) Obtenido de www.climatebonds.net: [https://www.climatebonds.net/files/files/State%20of%20the%20Market%202016%20Brazil%20Edition%20English%20A4\(1\).pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/State%20of%20the%20Market%202016%20Brazil%20Edition%20English%20A4(1).pdf)

DNP - Global Green Growth Institute. (2017). *Diagnóstico de Crecimiento Verde*. Bogotá: Departamento Nacional de Planeación - DNP.

ECONOMETRIA - CDKN. (2015). *Marco para la Estrategia Financiera para el Cambio Climático en Colombia: Diagnóstico de Fuentes y Necesidades Financieras*. Bogotá: ECONOMETRIA - CDKN.

García-Arbeláez, C. G. (2016). *El acuerdo de París, así actuará Colombia frente al cambio climático*. (WWF-COlonbia, Ed.) (1ed.). Cali: Retrieved from http://d2ouvy59p0dg6k.cloudfront.net/downloads/el_acuerdo_de_paris__asi_actuara_colombia_frente_al_cambio_climatico.pdf.

Ministerio de Ambiente y Desarrollo Sostenible - MADS. (septiembre de 2015). *Minambiente.gov.co*. (Minambiente, Ed.) Obtenido de http://cambioclimatico.minambiente.gov.co/images/iNDC_espanol.pdf

Santamaría, M. C. (2015). *Desarrollo del Mercado de Capitales: Avances y Retos*. Cartagena.

Semana Sostenible. (2 de Febrero de 2017). *Sostenibilidad Semana*. Recuperado el 17 de Abril de 2017, de <http://sostenibilidad.semana.com/medio-ambiente/articulo/mision-de-crecimiento-verde-9-cosas-que-debe-saber/36995>



Este documento es el resultado de un proyecto encargado a través de la Alianza Clima y Desarrollo (CDKN). CDKN es un programa financiado por el departamento para el Desarrollo Internacional del Reino Unido (DFID) y la Dirección General de Cooperación Internacional (DGIS) de los Países Bajos en beneficio de los países en desarrollo. Las opiniones expresadas y la información incluida en el mismo no reflejan necesariamente los puntos de vista o no son las aprobadas por el DFID, la DGIS o las entidades encargadas de la gestión de la Alianza Clima y Desarrollo, quienes no podrán hacerse responsables de dichas opiniones o información o por la confianza depositada en ellas.

Esta publicación ha sido elaborada sólo como guía general en materias de interés y no constituye asesoramiento profesional. Usted no debe actuar en base a la información contenida en esta publicación sin obtener un asesoramiento profesional específico. No se ofrece ninguna representación ni garantía (ni explícita ni implícitamente) en cuanto a la exactitud o integridad de la información contenida en esta publicación, y, en la medida permitida por la ley, las entidades que gestionan la aplicación de la Alianza Clima y Desarrollo, Metrix Finanzas, E3 Ecología, Economía y Ética, PwC UK y Climate Bonds Initiative no aceptan ni asumen responsabilidad, obligación o deber de diligencia alguno por las consecuencias de que usted o cualquier otra persona actúe o se abstenga de actuar, basándose en la información contenida en esta publicación o por cualquier decisión basada en la misma.

Financiado por:

