

**UNIVERSIDAD NACIONAL
SISTEMA DE ESTUDIOS DE POSGRADO
CENTRO INTERNACIONAL DE POLÍTICA ECONÓMICA PARA EL DESARROLLO
SOSTENIBLE
POSGRADO PROFESIONAL EN GERENCIA DEL COMERCIO INTERNACIONAL
(MGCI)**

**BONOS TEMÁTICOS: ¿UN INSTRUMENTO ALTERNATIVO DE
FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO FINANCIERO COSTARRICENSE?**

JOSUÉ DAVID FERNÁNDEZ ARAYA

**HEREDIA, COSTA RICA
AGOSTO DE 2022**

Trabajo presentado para optar al grado de Magíster en Gerencia del Comercio Internacional. Cumple con los requisitos establecidos por el Sistema de Estudios de Posgrado de la Universidad Nacional. Heredia. Costa Rica.

BONOS TEMÁTICOS: ¿UN INSTRUMENTO ALTERNATIVO DE FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO FINANCIERO COSTARRICENSE?

JOSUÉ DAVID FERNÁNDEZ ARAYA

HOJA DE APROBACIÓN

Este Trabajo Final de Graduación fue aprobado por el Comité Evaluador como requisito para optar al grado de Máster en Gerencia del Comercio Internacional – CINPE – UNA

Nombre

Miembro Comité Asesor

Nombre

Miembro Comité Asesor

Nombre

Josué David Fernández Araya

Agradecimiento

Mi agradecimiento a Dios, por siempre brindarme la fortaleza, la salud y por ser mi guía en cada paso, permitiendo iniciar y concluir exitosamente esta maestría. A mi esposa quien incondicionalmente me ha brindado su apoyo, amor y comprensión y quién siempre me ha impulsado a ser mejor persona y profesional. A mi papá y mi mamá, quienes me enseñaron que en la educación está la llave de muchas oportunidades.

También agradezco a mis compañeras y compañeros de maestría, con quienes compartí dos años de formación y juntos superamos esta etapa de nuestras vidas. Así como a las y los profesores, que me apoyaron en la realización de este trabajo.

Dedicatoria

Este trabajo va dedicado a la Costa Rica del mañana. Un país próspero y sostenible, que alcanzó el desarrollo, de la mano del medio ambiente, y que en los bonos temáticos encontró los recursos para un país más verde, sustentable, de oportunidades y cuyo progreso económico permea a toda la sociedad costarricense.

Índice

Hoja de Aprobación	3
Agradecimiento	4
Dedicatoria	5
Resumen Ejecutivo	8
<i>Summary</i>	9
Capítulo I	10
Introducción	10
Antecedentes y contexto	13
Problema y Justificación	18
Objetivo General y Específicos	20
Capítulo II	21
Marco Teórico	21
Metodología	28
Capítulo III	34
Capítulo IV	46
Capítulo V	59
Capítulo VI	67
Conclusiones y recomendaciones	67
Referencias Bibliográficas	73
Anexos	77

Índice de tablas

Tabla N.1 - Guía Metodología	29
Tabla N.2 - Análisis de las estructura de operaciones	40
Tabla N.3 - Bonos temáticos en Costa Rica	55

Resumen Ejecutivo

Los bonos temáticos son una propuesta innovadora que ha permitido financiar el desarrollo sostenible en distintos países. Costa Rica no es ajena a esta oportunidad y las primeras emisiones no han tardado en salir al mercado, sin embargo, existen condiciones que generan aún importantes retos que se deben limar, de previo a una implementación efectiva de estos mecanismos alternativos y alcanzar las oportunidades que prometen.

En esta línea, es que este trabajo procura analizar el estado del arte del mercado de valores costarricense, con el fin de valorar la implementación de los mecanismos alternativos de financiamiento. Principalmente de los bonos temáticos, para lo cual se analiza su génesis en el país, su marco jurídico y las condiciones actuales, para de este modo, concluir con una serie de recomendaciones que potencien la emisión temáticas de valor en Costa Rica.

Summary

Thematic bonds are an innovative proposal that has allowed financing sustainable development in different countries. Costa Rica is no stranger to this opportunity and the first issues have not taken long to be put on market, however, there are conditions that still generate important challenges that must be faced out prior to an effective implementation of these alternative mechanisms and achieving the opportunities they promise.

In this line, it is that this work seeks to analyze the state of the art of the Costa Rican stock market, in order to value the implementation of alternative mechanisms. Mainly thematic bonds, for which its genesis in the country is analyzed, its legal framework and current conditions, in order to conclude with a series of recommendations that promote the issue of value issues in Costa Rica.

Capítulo I

Introducción

El cambio climático y sus consecuencias lo han colocado como un aspecto central de la discusión nacional e internacional, siendo este tema en gran medida transversal en las políticas públicas más recientes del mundo y Costa Rica. Particularmente por los riesgos, tanto físicos como de transición que esto representa para los países y en especial para las empresas; muchas que hoy son rentables y que frente a los desastres climáticos podrían dejar de serlo en un corto o mediano plazo.

Esto ha llevado a que los distintos actores económicos ajusten sus acciones hacia un futuro más sostenible, resiliente y próspero. En ese sentido, el sector financiero y los mercados de capitales no han sido la excepción y por el contrario, han generado nuevos mecanismos para financiar dicho futuro.

Ahora bien, tal y como el cambio climático no golpea todas las regiones y países de la misma forma, el financiamiento tampoco opera y permea de manera homogénea en el planeta. Es por esto, que para efectos de esta investigación el foco se centra sobre Costa Rica.

La nación costarricense presenta un destacado liderazgo internacional en materia climática y una riqueza ecológica insuperable por muchos países. Sin embargo, su economía presenta múltiples desafíos, desde un alto porcentaje de desempleo, pasando por un sector comercial deprimido por la pandemia y las nuevas tasas impositivas, hasta un déficit fiscal importante que genera necesidades de endeudamiento constantes. Esta deuda se genera por múltiples razones, pero su mayor razón de ser, es sostener una significativa estructura estatal, así como, las distintas inversiones sociales y económicas que tiene el Estado en distintas áreas.

Frente a este escenario, el país ha desarrollado y utilizado múltiples mecanismos de financiamiento, tanto desde los actores públicos como privados. Estos instrumentos a grosso modo, podemos catalogarlos en: valores de renta variable, valores de deuda y fondos de inversión.

Por un lado, las empresas tradicionalmente acuden al mercado financiero para optar por préstamos tradicionales de deuda, siendo estos los más comúnmente utilizados. Al igual que el Estado, que en los valores de deuda, y más en específico, en los bonos del Estado, ha encontrado en las acciones y las obligaciones de deuda, los instrumentos preferentes.

No obstante, muchos de estos instrumentos se encuentran sobre utilizados. Otros por su parte, debido a la situación económica del país, y sus bajas notas por las calificadoras de riesgo (quienes la colocan con una nota B de previsión negativa), presentan un reto importante para encontrar inversionistas. “Limitando en gran medida el mercado a la compra de deuda internamente, situación que ha provocado que el 76,4% de la deuda costarricense sea interna” (Gudiño, 2021).

Situación que ha demandado el desarrollo y aplicación de mecanismos alternativos para poder financiar el desarrollo del país y de las empresas costarricenses. Sin embargo, el desarrollo no se limita estrictamente a un concepto económico o social, y es que, en el siglo XXI, desarrollo y ambiente son palabras que van intrínsecamente ligadas.

De modo que, frente a la crisis climática que padece el planeta y la urgencia de que las economías mundiales crezcan de una forma sostenible con la biodiversidad que les rodea, así como, la multiplicidad de convenios y acuerdos internacionales adoptados por los países (área en la que Costa Rica tiene un liderazgo importante), este desarrollo debe financiarse no solo con mecanismos alternativos, pero también que respondan adecuadamente a este marco ambiental.

Es ahí donde los bonos temáticos surgen como una oportunidad para Costa Rica. Estos instrumentos de deuda, al igual que cualquier otro, se encuentran regulados y sujetos al mercado de capitales y las regulaciones financieras del país donde se utilizan. Sin embargo, también se encuentran regidos por una serie de principios internacionales, tales como: la transparencia, la confianza e integridad para con los inversionistas, en el hecho que el destino de los recursos se limita a una colocación exclusiva en proyectos verdes o de beneficio social.

En otras palabras, este instrumento, no es otra cosa más que una “emisión financiera generada para financiar proyectos catalogados como positivos o, al menos, neutrales para el ambiente y la sociedad” (Fariza, 2020). Es decir, los bonos temáticos brindan la oportunidad de desarrollar acciones en infraestructura y obra pública, ambiente, recursos naturales, transporte,

salud, y en general, en cualquier intervención del Estado o del sector privado que tenga un impacto en temas catalogados como verdes o ambientales, o bien, en materia social, pero que a su vez genere réditos económicos.

Ahora bien, los bonos temáticos son un instrumento poco desarrollado en el país, basta señalar que las emisiones de este tipo no superan una cantidad de diez, en la historia del sistema financiero costarricense; haciendo de estos una opción innovadora. Para validar esta afirmación, es menester comprender que los bonos temáticos son un instrumento joven en el sistema financiero mundial.

Las primeras emisiones de esta clase se dieron a inicio de siglo XXI por el Banco Mundial, sin embargo, en la región latinoamericana no tomaron relevancia hasta el año 2015, “así las cosas, para el año 2020 los bonos temáticos de la región solo representaron un 2% de los 205.000 millones de dólares emitidos globalmente” (Fariza, 2020).

Puntualmente, a nivel latinoamericano, solo son diez los países que se encuentran utilizando los bonos temáticos, en específico: Colombia, Brasil, Perú, Chile, Guatemala, México, República Dominicana y; recientemente Costa Rica, entre otros” (Expediente 22.160, 2020). Ahora bien, regionalmente su uso se ha ido incrementando por la necesidad de fuentes frescas de financiamiento para las economías latinoamericanas, pero también por el alto porcentaje de recursos ambientales que se encuentran en la región.

Sin embargo, existen también motivos más ideológicos como lo es afrontar el cambio climático a través de un financiamiento sostenible con el ambiente. O bien, avanzar en el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).

“Estos objetivos, como acuerdo global adoptado por la mayoría de los líderes mundiales buscan un conjunto de 17 objetivos globales para erradicar la pobreza, proteger el planeta y asegurar la prosperidad para todos mediante una agenda de desarrollo sostenible, utilizando metas específicas que se deben alcanzar en 15 años; es decir para el año 2030” (Naciones Unidas, 2015).

Es en línea de esa descripción de los ODS, que los bonos temáticos se presentan como un importante aliado para alcanzar su observancia. Particularmente en la medida en la que a través de estos bonos se pueden financiar objetivos como: educación de calidad, agua limpia y saneamiento, energía asequible y no contaminante, ciudades y comunidades sostenibles,

producción y consumo responsable, acción por el clima, vida submarina, vida de ecosistemas terrestres, y en general todos los Objetivos de Desarrollo Sostenible, entendiendo que los 17 se interrelacionan y son complementarios.

En resumen, tanto en Costa Rica, como en la región los bonos temáticos siguen siendo una propuesta innovadora para financiar los compromisos del país, pero también obra pública y otras intervenciones estatales. Y, por ende, “por su baja implementación en la región y en el país” (Climate Bonds, 2019, pág. 29), presentan una interesante base para desarrollar esta investigación.

Antecedentes y contexto

“El mercado mundial de los bonos temáticos y verdes comenzó en el momento en que los bancos multilaterales de desarrollo recaudaron fondos para proyectos relacionados con materia climática en el año 2007” (EU-LAC Foundation, 2020, pág. 4), copiando una emisión que el Banco Mundial realizó a inicios del presente siglo para financiar proyectos sociales y ambientales.

Fue en ese marco que “la Bolsa de Valores de Escandinavia y la Bolsa de Valores de Londres, crearon por primera vez, listas específicas de bonos verdes, teniendo la primera operación lugar en Luxemburgo cuando el Banco Europeo de Inversiones emitió el primer bono” (EU-LAC Foundation, 2020, pág. 4). Siendo entonces, como históricamente ha sido en muchos temas, el continente europeo un pionero en esta materia. Lo cual, sumado a las políticas sólidas en materia ambiental de los países del centro-oeste y norte de Europa, y a una sociedad con una alta conciencia climática, lo que permitió un salto exponencial de los bonos verdes para obtener una fuente de ingresos para sus economías que hasta hoy día tiene réditos importantes.

“El mercado de bonos verdes comenzó con bonos verdes auto etiquetados, en los que el emisor simplemente entregaba a los inversores detalles sobre los criterios de elegibilidad verdes para el uso de los ingresos, sin ninguna validación o regulación externa. Los ingresos se destinaron principalmente a proyectos futuros en los campos

de las energías renovables y la eficiencia energética, apoyando así la protección del clima” (EU-LAC Foundation, 2020, pág. 4).

Posteriormente, se dio una situación de lo que hoy se conoce como “*green washing*”, es decir, la generación de una percepción que algo es verde o sostenible y la captación de fondos que finalmente tendrán poco o ningún impacto positivo en el medio ambiente.

Ante esta poca transparencia y dudas sobre la real asignación de los recursos se determinó que era fundamental una mayor regulación al respecto. Particularmente con un mercado que “desde 2007 hasta 2019 representó un total de aproximadamente 550 mil millones de euros adeudados, siendo los emisores con sede en Europa, América del Norte y Asia Pacífico los principales responsables de ese volumen de inversiones” (EU-LAC Foundation, 2020, pág. 4). En ese marco es que fue fundamental la tarea de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA) en la elaboración de los principios de bonos verdes (GBP).

Estos principios permitieron establecer pautas para la emisión de bonos verdes, “desarrollando un marco para la elegibilidad de los proyectos y los requisitos de los informes de emisión” (EU-LAC Foundation, 2020; pág. 2). Los GBP conforman una serie de directrices de proceso voluntario que recomiendan mediante la transparencia e integridad en el mercado de bonos verdes.

Para alcanzar esto, los GBP se actualizan periódicamente y son revisados anualmente por el Grupo de Trabajo de bonos verdes mediante la coordinación de ICMA. Teniendo como objetivo que estos principios sean integrales, ayudando a estandarizar el mercado al proporcionar a los emisores una orientación sobre los cuatro componentes centrales involucrados en el lanzamiento de un bono verde fiable.

De esta manera, “los GBP ayudan a los inversores al promover la disponibilidad de la información necesaria para evaluar el impacto medioambiental de sus inversiones en bonos verdes” (EU-LAC Foundation, 2020; pág. 2), aumentando de esta forma la transparencia de las emisiones temáticas y la certeza del impacto de las mismas.

De este modo se puede resumir que estos principios promueven cuatro grandes componentes básicos de todo bono temático: 1. Uso de los bonos en proyectos realmente

verdes o sociales; 2. Evaluar y seleccionar correctamente los proyectos en los que se invertirán los recursos; 3. Gestión adecuada de los recursos; 4. Informe sobre el uso de los recursos.

Ahora bien, más allá del cumplimiento de estos principios, este sector del mercado de capitales tiene un mayor reto y de alta importancia; la atracción de más inversionistas. Ya que su porción del pastel se centra en los inversores que buscan tener carteras más ecológicas, sin embargo, a hoy día, “esto solamente representa un uno por ciento del mercado mundial de bonos” (EU- LAC Foundation, 2020; pág. 4).

Es en ese marco que la participación del Estado como un emisor, pero también un inversor en bonos temáticos cobra real trascendencia. Ya que no solamente esto representa “una respuesta a las necesidades de mitigación y adaptación al cambio climático de los países” (EU-LAC Foundation, 2020; pág. 1), pero también, es la oportunidad de obtener fuentes alternativas de financiamiento ante las necesidades continuas de los países, que hoy día solamente disponen de una serie limitada de herramientas financieras.

A esto se suma el interés que se ha despertado a raíz de los múltiples compromisos ambientales que han asumido los países, en especial dos instrumentos destacan: la Agenda 2030 de los Objetivos de Desarrollo Sostenible y la Convención Marco de Naciones Unidas para el Cambio Climático de la COP 21 en París en el año 2015.

La difusión mundial de la necesidad de frenar el calentamiento global, y evitar que la temperatura planetaria aumente en 1,5 grados Celsius, han generado una conciencia en la necesidad de transformar las matrices productivas e invertir en proyectos que impulsen un desarrollo sostenible.

Es en ese marco que la región latinoamericana se presenta como un emisor potencial en crecimiento de bonos de este tipo. Según la Federación Latinoamericana de Bancos, “los países latinoamericanos están bien posicionados para aumentar el financiamiento de las finanzas verdes, ya que muestran sólidas perspectivas y una creciente demanda de productos verdes” (EU-LAC Foundation, 2020; pág. 4).

Si bien, sólo 10 países de los 33 de América Latina al día de hoy son emisores de bonos verdes, y representan tan solo el 2% del total de bonos temáticos del mundo, no implica que como región no se tengan buenas prácticas y casos de éxito. Al menos cuatro países lideran

esta materia en la región y vale la pena ampliar en los casos de: Brasil, Chile, México y Colombia.

“Brasil es el líder en la materia en la región, con el 41% de las inversiones percibidas, tiene 10 de los 19 bonos emitidos en América Latina” (Climate Bonds, 2019; pág. 23). Su mercado se caracteriza por estar dominado por instituciones no financieras y un enfoque en invertir en silvicultura y papel; este último particularmente en miras a disminuir la deforestación a causa de esta industria.

El caso chileno es el segundo mercado de bonos en la región, teniendo importante éxito estos bonos en “transformar su línea de buses en eléctricos y generar infraestructura para su carga” (Climate Bonds, 2019; pág. 25). Con plazos de hasta 20 años, la energía ha sido su principal destino, así como la transformación de la tierra, generando un importante atractivo, que estos bonos sean tramitados como bonos soberanos del Estado chileno.

México, por su parte, “ha percibido USD 1.800 millones desde que en 2015 lanzarán el primer bono verde” (Climate Bonds, 2019; pág. 26). Una característica interesante de este mercado es que existen diferentes tipos de emisor, contrario al estatismo presente en los casos anteriores, en México emiten bonos verdes: el sector público, el gobierno local, el sector privado, las corporaciones no financieras, y las corporaciones financieras. Generando una diversidad altamente atractiva para los inversionistas.

Finalmente, el caso colombiano es igualmente diverso en los emisores, pero con una “dominación del 80% de las corporaciones financieras” (Climate Bonds, 2019; pág. 28). Los fondos se han destinado a dos grandes áreas, construcción y energía, con lo cual se han desarrollado viviendas sostenibles en áreas metropolitanas, así como proyectos de eficiencia energética en la industria.

Entendiendo todo esto, resulta interesante que conociendo que países cercanos a Costa Rica o con economías similares estén posicionados sólidamente en el mercado de los bonos temáticos y que “en Costa Rica solamente se hayan dado pocas emisiones de bonos de este tipo” (Climate Bonds, 2019, pág. 29). Lo anterior, es fundamental para determinar y comprender el universo en el que se encuentran los bonos temáticos en Costa Rica y a partir de esto determinar las oportunidades y desafíos que actualmente existen.

Esta situación se puede comprender a partir de dos factores, en primer lugar, la poca regulación que existe en el país para el tema de los bonos verdes, y, por otro lado, el contexto del mercado de capitales de Costa Rica. Primeramente, es importante mencionar que el país recién estrena legislación para regular los bonos temáticos, sin embargo la misma no se encuentra normada y a nivel institucional siguen sin estar claro los parámetros, responsabilidades y lineamientos para emitir e invertir en bonos de este tipo, más allá de lo que se establece en los principios y taxonomías internacionales.

Lo anterior genera una alta desconfianza en inversionistas importantes, especialmente los extranjeros, ya que una de las características más relevantes de los bonos verdes es la confianza en el destino y uso de los fondos, lo cual desincentiva la emisión de estos instrumentos. En la misma medida, la falta de regulación provoca que no exista una estructura clara del procedimiento ni de los alcances de estas inversiones, generando incertidumbre, la cual, si bien es un elemento natural del mercado de capitales, se procura que sea lo más baja posible.

Lo anterior considerando el tamaño del mercado costarricense, que es realmente pequeño, y el peso del Estado como hegemón en ese sistema, hace que no exista interés para generar más de estos instrumentos. Es fundamental para detallar esto, mencionar que en los últimos años “las operaciones del sector público han representado más del 80% del total transado en los mercados primario y secundario de valores” (Brenes & Martínez, 2014; pág.28); es así como se comprende el rol del Estado en el pequeño mercado del país.

A esto se debe sumar la dispersa estructura del sistema financiero costarricense. Particularmente, en la medida en que son cuatro las superintendencias que supervisan el sistema financiero de Costa Rica, y esto genera un complejo entramado burocrático para los actores del sistema.

Dentro de estos otros factores que representan desafíos para el país se puede considerar aquellos micro y macro. Iniciando por los micro, se puede determinar que “las empresas pequeñas del país enfrentan costos sustanciales asociados a la emisión de los bonos verdes, así como en la percepción de alto riesgo de estas empresas por su mal gobierno corporativo y su alta tasa de mortalidad” (EU-LAC, 2020; pág. 54).

Por otro lado, las condiciones macro del país presentan una situación fiscal compleja, “con altas tasas de interés presentes en el mercado de capitales” (EU- LAC, 2020; pág. 54). Esto genera un importante tema de desconfianza a la hora de invertir, pero también por los costos de la financiación una dependencia del sistema bancario para poder realizar estas acciones.

Ahora bien, también el país cuenta con importantes características para poder atraer inversiones de este tipo e implementarlas, tales como: “sectores potenciales de inversión y las posibilidades de diversificar las fuentes de financiación” (EU-LAC, 2020; pág. 54).

Conociendo estos casos, no se puede obviar que existen buenas prácticas en la región que podemos imitar, y que los bonos verdes son una tendencia mundial que se asocia a los principios ambientales y a las necesidades financieras de Costa Rica, mediante lo cual el país podría alcanzar recursos para áreas como transporte, energía, productividad, movilidad, vivienda, entre muchas otras, todos retos pendientes de la actualidad que cuentan con pocos recursos.

Problema y Justificación

Costa Rica cuenta con la oportunidad de implementar de lleno las emisiones temáticas de valor para financiar su desarrollo y el de su parque empresarial. Sin embargo, las emisiones han sido pocas y los rezagos históricos del mercado de capitales costarricense siguen haciéndose presentes hasta el día de hoy, por no agregar las limitaciones económicas del país.

El país ha visto mermadas sus fuentes de financiamiento tanto para el sector público, como el privado. En ese sentido, “el sector privado costarricense acostumbrado al crédito tradicional de la banca costarricense y a proyectos poco atractivos para el mercado de capitales” (Brenes, M. comunicación personal, 12 de mayo 2022), se ha excluido en su mayoría de financiarse mediante este tipo de soluciones que podrían traer recursos frescos y de bajo costo para las empresas.

Y por otro lado, un estado costarricense altamente endeudado, a tasas de interés considerables, ha visto limitadas sus formas de financiamiento en general, y ha dejado pasar la oportunidad de financiar proyectos verdes y sociales como los que se promueven con estas

emisiones de valor. Perdiendo la opción de financiar proyectos importantes en áreas de movilidad, infraestructura, sostenibilidad, entre muchos otros que urgen y que actualmente ante la estrechez fiscal que enfrenta el país y la inviabilidad política de nuevos impuestos, este instrumento resulta un mecanismo idóneo.

Es en ese escenario, donde los instrumentos financieros alternativos, surgen como una renovada fuente de financiamiento, que además procurá y audita el impacto social, económico y de sustentabilidad de lo financiado. De este modo, desde el concepto de las finanzas verdes y sostenibles, se pueden “financiar inversiones que tengan un beneficio ambiental o social (...)” (EU-LAC Foundation, 2020, pág. 1), pero que además como todo bono genere un retorno financiero para el inversionista y para la organización emisora.

No está de más señalar, que el uso de estos instrumentos financieros alternativos ha tenido un destacado impacto en otros países, y que tal como se señalaba anteriormente ha permitido el desarrollo de infraestructura, pero también la transición hacia modelos más sostenibles y rentables en otros países de la región latinoamericana y del mundo en general.

Ahora bien, esta comparación con otros países probablemente no sea justa si consideramos que el mercado de capitales costarricense no necesariamente cuenta con las capacidades y volúmenes de transacciones que el mercado brasileño, mexicano o chileno. Así como, que Costa Rica carga con décadas de observaciones internas y externas de mejoras a un sistema financiero que ha tenido pocos y lentos cambios.

No obstante, los compromisos internacionales adoptados por el país, las necesidades de financiamiento internas del Estado y sus empresas y del sector privado, generan una necesidad de volver la mirada hacia estos mecanismo de financiamiento alternativo y poder alcanzar los ajustes y condiciones necesarias para que estos funcionen de forma óptima en Costa Rica. Pero principalmente, que sean utilizados por los actores del país.

Es por esto, que esta investigación establece como pregunta central: ¿Qué acciones pueden potenciar los bonos temáticos como un instrumento alternativo de financiamiento en el mercado financiero costarricense?

Ante esto, es menester puntualizar algunos aspectos, en primer lugar, el comprender que no se da por hecho que los bonos temáticos son una opción para Costa Rica. Sino más bien la necesidad de comprender si como país existe la capacidad de implementarlos. Para

posteriormente, de ser afirmativa la respuesta a la anterior pregunta, determinar aquellos aspectos pendientes para hacerlo efectivamente, o bien, analizar cuáles son los impedimentos para su efectiva puesta en marcha.

Objetivo General y Específicos

Objetivo General:

Establecer las condiciones para la funcionalidad de los bonos temáticos como un instrumento alternativo de financiamiento en el mercado financiero costarricense.

Objetivos Específicos:

- A. Determinar el estado del arte del mercado financiero costarricense para la posible implementación de instrumentos financieros alternativos.
- B. Explicar los cambios y acciones políticas requeridas para la funcionalidad de los bonos temáticos en Costa Rica.
- C. Proponer recomendaciones para potenciar la emisión de bonos temáticos en el mercado costarricense.

Capítulo II

Marco Teórico

Para llegar a los bonos temáticos, es necesario comprender estos como instrumentos de deuda e inversión, y, por ende, como parte de la balanza de pagos de los países. Los cuales se transan y negocian en el marco del sistema financiero del país, específicamente en el mercado de valores a forma de bono tradicional, con algunas condiciones diferenciadas.

En ese sentido, se han propuesto como grandes pilares teóricos de esta investigación, el sistema financiero como gran marco en el que transcurren las emisiones de valor. Un segundo pilar serán los bonos tradicionales que servirán no solo como marco de comparación con las emisiones temáticas, sino además que comparten regulación y otros aspectos a detallar más adelante. Y finalmente, los bonos temáticos *per se*, quienes representan el principal actor dentro de este documento.

Así las cosas, es necesario analizar primeramente el sistema financiero. El cual es el escenario donde intermedian los agentes económicos y realizan transferencias de capital. Es decir, es “un conjunto de entidades, regulaciones, instrumentos, mercados y productos que interactúan entre sí canalizando el ahorro hacia la inversión” (Brenes & Martínez, 2014; pág. 1). O bien, como lo definen Hernández y Rodesma (2015):

“Un sistema financiero es un conjunto de instituciones e intermediarios que desempeñan un papel importante en el funcionamiento y el desarrollo de la economía (...) regido por legislaciones que regulan las transacciones de activos financieros y los mecanismos e instrumentos que permiten la transferencia entre ahorrantes e inversionistas”.

En esta misma línea otra definición de sistema financiero, permite comprender el mismo como “el conjunto de instituciones, intermediarios y mercados donde se canaliza el ahorro hacia la deuda o inversiones” (IPE, 2013). Dejando en evidencia entonces, que en este sistema será el escenario en que emisores e inversores realizarán sus transacciones en miras a que el ahorro pase a inversión y genere utilidad.

Es por esto, que tal como lo plantea el Banco Mundial (2022) “los sistemas financieros sólidos sustentan el crecimiento económico y el desarrollo, y son cruciales para (...) aliviar la pobreza e impulsar la prosperidad compartida”. Es decir, es en los mercados de capital que

transcurren en estos sistemas que se pueden encontrar las fuentes para financiar el desarrollo, y en este siglo el desarrollo sostenible es requerido y demandado.

Ahora bien, detallando en los sistemas financieros, se debe reconocer que “este sistema se encuentra regido por las leyes que regulan las transacciones de activos financieros y los mecanismos e instrumentos que permitan la transferencia de estos entre ahorrantes e inversionistas” (Hernández & Rodesma, 2015; pág. 4). Y se regula así puntualmente por el gran valor que tiene para generar crecimiento económico constante y bienestar en la población, tanto de los que invierten directamente, como de aquellos que se ven beneficiados por las intervenciones del Estado.

Para participar en el sistema financiero se realiza mediante dos tipos de intervención, por una parte, la intermediación financiera, “la cual es la captación de recursos financieros del público con el fin de destinarlos, por cuenta y riesgo del intermediario, a diferentes formas de crédito o inversión en valores” (Brenes & Martínez, 2014; pág. 1). Esta intermediación es normalmente realizada por bancos, financieras y mutuales, quienes ganan mediante el margen o diferencia entre las tasas de interés que pagan y cobran.

Por otro lado, existe la intermediación bursátil, la cual “se basa en la ejecución de órdenes de inversión (compra y venta) por cuenta y riesgo del cliente. Esta intermediación la realizan empresas especializadas, denominadas puestos de bolsa, los cuales están organizados y regulados alrededor de una entidad central denominada la Bolsa de Valores” (Brenes & Martínez, 2014; pág. 1).

Esto nos lleva a comprender entonces, que el sistema financiero posee un subsistema, el cual es el mercado de valores. “Este tiene la función de poner en contacto a los oferentes de valores, empresas emisoras públicas y privadas, sociedades de fondos con los demandantes de valores inversionistas individuales e institucionales” (Brenes & Martínez, 2014; pág. 1). Así las cosas, se puede determinar que el mercado de valores:

“Se constituyen en espacios o lugares en donde los agentes a través de los intermediarios bursátiles y usando los instrumentos específicamente desarrollados intercambian activos financieros y recursos monetarios entre sí, con objetivos claros y fundamentales como es permitir la liquidez y asegurar la transparencia y libertad de cualquier agente económico para que pueda realizar compras o ventas de activos

financieros” (Brenes & Martínez, 2014; pág. 1). En otras palabras, el mercado de capitales es aquel en el que empresas e instituciones públicas van a buscar dinero con el que financiarse a largo plazo (Ministerio de Hacienda de Chile, s.f.).

Ahora bien, en el marco del mercado de valores se mueven los instrumentos financieros complejos y los no complejos. Estos últimos son los más comunes ya que se manejan en su mayoría sin tener un conocimiento muy especializado en esta materia; particularmente porque el operador de la inversión es un tercero.

“Destacan en este campo los valores de renta variable (acciones de empresas), los valores de deuda (bonos de deuda pública, bonos societarios de deuda privada, acciones preferentes, valores garantizados, obligaciones de deuda garantizada, entre otros; y los fondos de inversión (fondos de cobertura y fondos mutuos” (Díaz, s.f.).

Por otro lado, se encuentran los instrumentos financieros complejos, en los cuales no se detalla más que el concepto ya que no son objeto de mayor interés de esta investigación. Estos instrumentos “son aquellos cuyo valor depende no únicamente de la oferta y la demanda, sino de una serie de factores que actúan a la vez; por lo que requieren un conocimiento profundo para poder ser manejados con éxito” (Díaz, s.f.).

El caso del mercado costarricense es un océano poco profundo, donde hay pocos instrumentos en manos de pocos actores. Este océano se reduce aún más cuando pasamos de analizar cualquier instrumento financiero, a los instrumentos del mercado de deuda, es decir, “emisiones del Ministerio de Hacienda y el Banco Central en el mercado de valores, en las cuales tanto las colocaciones del mercado primario como del secundario se desarrollan en los sistemas de negociación organizados por la Bolsa Nacional de Valores” (Brenes & Martínez, 2014; pág. 29).

Para esto es fundamental realizar el análisis por separado del mercado primario y el secundario, situación que permite entrar en el análisis del segundo pilar teórico: los bonos ordinarios, mismos que son el actor dominante del mercado primario en Costa Rica.

El mercado primario costarricense mediante subastas realizadas tanto por el Ministerio de Hacienda como por el Banco Central, procura la captación de recursos por parte de estas

instituciones, los cuales son anunciados en sus programas semestrales de gestión, así como los instrumentos que se estarán utilizando.

En este caso los bonos son el principal instrumento. Según la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica (2021), un bono es “un título valor mediante el cual emisores públicos y privados obtienen financiamiento para realizar sus actividades. Teniendo definida una fecha de vencimiento y tasa de interés”. De este modo, los bonos lograrán la rentabilidad:

“Mediante los pagos periódicos de la tasa de interés y el reintegro del principal invertido al final del plazo. Los pagos periódicos o cupones se cancelan de forma mensual, trimestral, semestral, anual o en un solo pago al final del plazo”, según se acuerde entre las partes involucradas en la inversión (Bolsa Nacional de Valores, 2021).

Otra definición permite comprender de mejor manera los beneficios del bono, entendiendo los mismos como:

“Un título que representa el derecho a percibir un flujo de pagos periódicos en un futuro a cambio de entregar, en el momento de su adquisición, una cantidad de dinero. Dicho título puede ser emitido por el estado, el gobierno local o una empresa, con la finalidad de endeudarse” (Ministerio Economía y Finanzas, 2022).

Para lo anterior, estas instituciones públicas emiten bonos de deuda pública mediante cuatro instrumentos. En específico mediante: 1- Títulos cero cupón (plazos menores o iguales a 1 año); 2- Títulos tasa fija (plazos mayores a 1 año); 3- Títulos con tasa ajustable (plazos superiores a 5 años) y; 4- Títulos con tasas indexadas a la inflación (plazos superiores a 5 años).

“Tanto los títulos cero cupón como los de tasa fija se emiten tanto en colones como en dólares. Para el caso de los títulos de tasa ajustable, estos se emiten en colones, utilizando como referencia una tasa de interés, calculada por el Banco Central con los rendimientos promedios del mercado a mediano plazo, denominada la Tasa Básica Pasiva, a la que se le suma un premio o margen: (Brenes & Martínez, 2014; pág. 17).

Por otro lado, el mercado secundario de instrumentos de deuda pública es un escenario históricamente relevante, con más del 80% del total transado en el mercado. Pero que debido

al contexto país, el endeudamiento interno y las necesidades fiscales, ha ido perdiendo terreno, en tanto gran parte de la captación se ha gestado en el mercado primario.

Para participar en el mercado secundario, la Bolsa Nacional de Valores ofrece dos mecanismos. En primer lugar, “la Rueda Core, en la cual se transan los 30 títulos de mayor bursatilidad (...) y la Rueda COVE, donde se negocian el resto de emisiones públicas” (Brenes & Martínez, 2014; pág. 17).

Así las cosas, es que estos instrumentos han sido insuficientes para poder abastecer las necesidades financieras del país, y que se requieren de alternativas e instrumentos innovadores que permitan acceder a recursos frescos, ampliando así las herramientas a disposición del Estado. Estos instrumentos financieros alternativos, son aquellos que:

“Persiguen el desarrollo de actividades económicas de difícil financiación en circuitos financieros tradicionales (...) subyaciendo una concepción de la inversión que va más allá de lo meramente lucrativo y apela a la rentabilidad social de las inversiones y a la responsabilidad social del ahorrador” (Gutiérrez, 2001; pág. 1).

Para comprender con mayor exactitud estos instrumentos financieros alternativos, es necesario reconocer que estos encuentran su marco más amplio en las finanzas verdes y sociales, concepto que fue establecido por la Corporación Financiera Internacional en el año 2016, para describir:

“Prácticas de financiar inversiones que tienen un beneficio ambiental o social, (...) que se enfoca principalmente en financiar proyectos de energía renovable y verde que tienen como objetivo reducir las emisiones de carbono y promover infraestructuras resiliente al clima y la sociedad ambiental” (EU-LAC Foundation, 2020, pág. 1).

Justamente, uno de esos instrumentos financieros alternativos, y el objeto del presente estudio son los bonos temáticos, quienes representan el tercer pilar teórico. Los cuales no son otra cosa más que “emisiones de capital generadas para financiar proyectos catalogados como positivos o, al menos, neutrales, para el medioambiente y/o la sociedad” (Fariza, 2020). Como por ejemplo proyectos relacionados con las siguientes áreas: energías renovables, construcción sostenible, gestión sostenible del agua, manejo de lineamientos, entre otros.

Otra definición más concisa de los mismos es dada por Green Finance Latin America and the Caribbean (2022), comprendiendo los bonos temáticos como “instrumentos financieros de renta fija emitidos con el objetivo de abordar el cambio climático y facilitar soluciones medioambientales y sociales”.

Asimismo, estos bonos temáticos como instrumentos financieros alternativos, son entendidos como “las soluciones más innovadoras para abordar los desafíos de la sostenibilidad, demostrando resiliencia en tiempos de crisis y resultando atractivos cuando se trata de abordar los temas relacionados con el desarrollo” (BDO, 2021).

Es decir, muchos de los proyectos que realiza el estado costarricense en infraestructura e impacto social, tienen la oportunidad de verse financiados mediante los bonos temáticos. O bien, proyectos empresariales que impactan directamente en la calidad de vida de la población sea ambientalmente, o con otros criterios sociales.

Los cuales en forma de bono permiten acceso a recursos o al endeudamiento, pero son invertidos en proyectos sociales o ambientales favorables al país, permiten obtener recursos frescos mediante el interés del inversor de financiar con algún nivel de responsabilidad social, para posteriormente generar una rentabilidad y mediante la tasa de interés acordada, que el inversor observe sus ganancias.

Ahora bien, como el principal bono temático emitido en el mundo se presentan los bonos verdes, los cuales son uno de los muchos bonos que integran los bonos temáticos, con la principal característica que estos se emiten con el fin de recaudar fondos para soluciones al cambio climático y que han sido el actor dominante de las finanzas sostenibles, por lo cual se considera menester establecer una definición detallada del mismo.

El principal requisito, para que unos bonos sean considerado realmente verde, es el cumplimiento con los Principios de Bonos Verdes, así como con los destinos de los activos, los cuales deberán ser “verdes”, según lo define el Climate Bonds Initiative (CBI) en su Taxonomía de Bonos temáticos o verdes, donde establece ocho sectores: “energía, edificaciones, transporte, agua, residuos, uso de la tierra, industria y tecnologías” (Climate Bonds, 2019; pág. 2).

Es decir, el inversor debe tener la certeza que su dinero estará siendo ejecutado en proyectos asociados a los principios de bonos verdes. Ya que, de lo contrario, resultaría en un

bono corriente según la teoría financiera, siendo esta diferenciación fundamental, no sólo para su correcta separación conceptual, sino también para su colocación en el mercado financiero y su atractivo en el mismo. Entendiendo estos conceptos es que se puede comprender de mejor manera estos instrumentos financieros como un mecanismo innovador para el país, así como una opción para financiar desarrollo y actividades en el país que naturalmente no encuentran recursos en los mecanismos actuales.

Lo anterior, sucede también con los demás bonos que conforman los bonos temáticos, es decir: con los bonos azules (para los océanos), los bonos sociales, los bonos de sostenibilidad (combinan los bonos verdes y sociales), bonos de género y bonos naranja, entre muchos otros que conforman esta importante variedad de bonos.

Estas emisiones encuentran su sustento en un marco de iniciativas y metas mundiales, que requieren finanzas sostenibles para su alcance. Tal y como lo es la Agenda 2030 de las Naciones Unidas, que aborda 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) en temas como pobreza, hambruna, educación, género, clima, océanos, entre otros. O bien, el Pacto por el Desarrollo Sostenible que busca “potenciar el rol del sector privado y su participación directa en el alcance de los ODS” (Navarro, 2022).

A estas metas se suman otras iniciativas, tal y como lo es el Acuerdo de París de cambio climático, firmado por 197 países partes de la Convención Marco de Naciones Unidas para el Cambio Climático (CMNUCC). En el cual se comprometieron a reducir a la mitad sus emisiones de gases de efecto invernadero a la mitad para el 2030 y a cero para el año 2050.

Además, del Marco de Sendai para la Reducción del Riesgo de Desastres, relacionado por los efectos del cambio climático sobre muchos países. Y el Marco Mundial de Biodiversidad, “para guiar las acciones en todo el mundo para lograr preservar y proteger la naturaleza y sus servicios esenciales” (Navarro, 2022).

Metodología

Tipo de estudio:

Para efectos de esta investigación, se propone su abordaje desde una metodología de tipo cualitativo. Entendiendo esta clase de abordaje según lo plantea el libro Metodología de Investigación (Hernández et al., 2010, pág. 364):

“La investigación cualitativa se enfoca a comprender y profundizar los fenómenos, explorándolos desde la perspectiva de los participantes en un ambiente natural y en relación con el contexto. El enfoque cualitativo se selecciona cuando se busca comprender la perspectiva de los participantes (individuos o grupos pequeños de personas a los que se investigará) acerca de los fenómenos que los rodean, profundizar en sus experiencias, perspectivas, opiniones y significados, es decir, la forma en que los participantes perciben subjetivamente su realidad”.

Así las cosas, desde este tipo de investigación se pretende comprender la perspectiva de los participantes del sistema financiero costarricense, acerca del fenómeno de los bonos verdes, y las oportunidades y desafíos que estos presentan en el contexto actual de acuerdo a sus percepciones.

Para esto, tal y como lo propone Hernández Sampieri (2010), se utilizará “una recolección de datos sin medición numérica para descubrir o afinar preguntas de investigación en el proceso de interpretación”. De modo que, teniendo ya una propuesta previa de preguntas, siendo estas las siguientes: ¿Está Costa Rica en la capacidad de implementar los bonos temáticos? ¿Cuáles sectores podrían ser los de mejor potencial para una posible implementación? ¿Y qué acciones se encuentran pendientes para hacerlo de forma efectiva?

Se comprende que la metodología cualitativa permitirá “descubrir cuáles son las preguntas de investigación más importantes para después, reafinarlas y responderlas” (Hernández et al., 2010, pág. 7), a partir de una dinámica circular entre la recolección de datos y hechos; y su interpretación.

Ahora bien, tal y como se ha planteado anteriormente la metodología cualitativa requiere un análisis de la información recopilada. Para lo cual se propone entender este proceso como el ejercicio que “coloca su atención en la información que contienen los documentos, en su significado; así como en las fuentes, en su autoridad” (ACIMED, 2004) siendo este por excelencia el mecanismo de gestión de la información. Una interpretación más específica de esto, sería la planteada en ACIMED (2004):

“Una forma de investigación, cuyo objetivo es la captación, evaluación, selección y síntesis de los mensajes subyacentes en el contenido de los documentos, a partir del análisis de sus significados, a la luz de un problema determinado. Así, contribuye a la toma de decisiones, al cambio en el curso de las acciones y de las estrategias”.

En relación a lo planteado, es menester señalar que si bien esta metodología es transversal a toda la investigación, cada capítulo responderá a un objetivo puntual y por ende a metodologías y mecanismos de recopilación de la información distintos. Para esto, es necesario presentar la siguiente tabla de previo a ahondar más en este asunto.

Tabla N.1

Guía Metodología

Objetivos Específicos	Preguntas de investigación	Variables	Fuente de información
Determinar el estado del arte del mercado financiero costarricense para la posible implementación de instrumentos financieros alternativos.	<p>¿Qué características describen la situación actual del mercado financiero costarricense?</p> <p>¿Cuáles condiciones fomentan la implementación de instrumentos alternativos?</p> <p>¿Cuál ha sido el financiamiento tradicional en Costa Rica?</p>	<p>Cantidad y características de los actores que participan en el mercado financiero</p> <p>Volumen de participación del Estado costarricense</p> <p>Cantidad de instrumentos financieros presentes en el mercado costarricense</p> <p>Volumen de uso de los instrumentos financieros</p>	<p>Estado del arte.</p> <p>Análisis e interpretación de la información.</p>
Explicar los cambios y acciones políticas requeridas para la funcionalidad de los bonos temáticos en Costa Rica.	<p>¿Qué requisitos tienen los bonos temáticos para operar?</p> <p>¿Pueden operar los bonos temáticos con las condiciones actuales?</p>	<p>Marco jurídico de los bonos temáticos en Costa Rica</p> <p>Cantidad de emisiones de bonos temáticos en Costa Rica</p>	<p>Análisis de la información</p>

	¿Qué acciones en materia política son necesarias tomar para que el mercado financiero pueda gestionar de forma efectiva los bonos temáticos?	Percepción de reformas necesarias en el mercado	
Proponer recomendaciones para potenciar la emisión de bonos temáticos en el mercado costarricense.	¿Qué reformas podrían potenciar la emisión de bonos temáticos en el mercado financiero de Costa Rica?	Acciones en materia legislativa Reformas estructurales al sistema financiero Acciones por parte de los actores del mercado	Entrevistas dirigidas a expertos

Teniendo esto como base y comprendiendo que el primer objetivo será abordado mediante un estado del arte, y el análisis e interpretación de la información recopilada, es fundamental abordar que se comprende por la mismas.

Respecto al estado del arte, este se puede definir tal y como lo plantea Londoño et al (2016)

“Una modalidad de la investigación documental que permite el estudio del conocimiento acumulado escrito dentro de un área específica; su finalidad es dar cuenta del sentido del material documental sometido a análisis, con el fin de revisar de manera detallada y cuidadosa los documentos que tratan sobre un tema específico”.

Esto quiere decir, que mediante el estado del arte, se espera recopilar información crítica de diversos tipos de texto sobre el sistema financiero costarricense, los mecanismos alternativos de financiamiento y en especial los bonos temáticos como una opción de financiamiento para Costa Rica. Lo anterior, a través de “la lectura de la bibliografía hallada durante la indagación de este tema:” (Londoño et al., 2016, pág.10) que responda al problema y contexto.

En esta etapa de la investigación en particular se tendrá por objetivo, tal y como se plantea en Londoño et al. (2016): en primera instancia describir el estado de desarrollo

alcanzado en torno al sistema financiero costarricense y los mecanismos de financiamiento como los bonos temáticos; posteriormente estudiar la evolución de los bonos temáticos como una opción de financiamiento para Costa Rica; para finalmente generar interpretaciones y posturas críticas en torno a este tema.

Este proceso requerirá en específico de dos procesos. En un primer momento, se realizará una “búsqueda, selección, organización y disposición de fuentes de información para un tratamiento racional” (Londoño et al., 2016, pág.6), y posteriormente se da una “integración de la información a partir del análisis de los mensajes contenidos en las fuentes” (Londoño et al., 2016, pág.6).

Por su parte el segundo objetivo será abordado mediante la metodología de análisis de la información. Es decir:

“El análisis de contenido en un contexto específico (...), produce información para la toma de decisiones, posibilita la recuperación de la información, está condicionada por la calificación, inteligencia y creatividad del analista y es capaz de ofrecer, más que referencias, datos derivados del análisis y la síntesis de la información evaluada” (Dulzaides & Molina, 2004).

De modo que, tratando con rigurosidad la documentación e información existente, se identificará y localizará en los documentos de fuentes secundarias la información relevante para el contexto de la investigación. Permitiendo de esta forma comprender el financiamiento tradicional de Costa Rica por un lado, y por el otro, el funcionamiento de los bonos temáticos y sus requisitos.

Finalmente, el tercer objetivo por sus características requiere del desarrollo de una serie de entrevistas a personas expertas en la materia, así como, de las instituciones vinculadas al sistema financiero costarricense. La entrevista puede ser definida como “una reunión para conversar e intercambiar información entre una persona (el entrevistador) y otra (el entrevistado) u otras (entrevistados)” (Hernández et al., 2010, pág. 418).

Para estos efectos, se estará entrevista a Viviana Luján Gallegos, Gerente de Inversiones en Climate Asset Management, quién podrá brindar una perspectiva de los bonos temáticos en el aspecto internacional, Maria Brenes, Directora de Negocios y Relaciones

Corporativas de la Bolsa Nacional de Valores y a una persona experta del Banco Central de Costa Rica.

En estas tres entrevistas, se estará intentando cubrir como grandes temas el rol de los bonos temáticos en el escenario internacional, las condiciones del mercado costarricense para la implementación de los instrumentos alternativos, los requisitos para la emisión en la actualidad, las medidas para incentivar la emisión y finalmente las necesidades de financiamiento que pueden ser cubiertas, principalmente aquellas que favorezcan el comercio en Costa Rica.

Ahora bien, las entrevistas pueden ser estructuradas, semiestructuradas y no estructuradas. Para efectos de esta investigación se ha considerado oportuno realizar las de tipo semiestructurada, en la medida en que si bien “se basan en una guía de asuntos o preguntas, el entrevistador tiene la libertad de introducir preguntas adicionales” (Hernández et al., 2010, pág. 418). Esto último, sin lugar a dudas, permite mediante esas preguntas adicionales precisar conceptos y obtener información que surja en el momento.

Por su lado, valorando las preguntas a responder para alcanzar este objetivo, se ha considerado que las preguntas deben ser de tipo general y estructural. Las primeras, “parten de planteamientos globales (disparadores) para dirigirse al tema que interesa al entrevistador” (Hernández et al., 2010, pág. 419); las segundas, permiten al entrevistador “solicitar al entrevistado una lista de conceptos a manera de conjunto o categorías” (Hernández et al., 2010, pág. 420).

Ahora bien, Hernández et al., (2010) plantea como una opción para la recolección de datos los grupos de enfoque (focus groups), es decir una especie de entrevistas grupales. Las cuales “consisten en reuniones de grupos pequeños o medianos (de tres a diez personas), en las cuales los participantes conversan en torno a uno o varios temas en un ambiente relajado e informal, bajo la conducción de un especialista en dinámicas grupales”, procurando en alguna forma generar una interacción entre los participantes que permita ser posteriormente analizada.

Sin embargo, considerando la necesidad de un especialista en dinámicas grupales, y el hecho, que más que una interacción se espera obtener la visión real de cada actor sobre las acciones necesarias para una real implementación de los bonos temáticos como un mecanismo

de financiamiento en Costa Rica, es que se desarrollarán las entrevistas de forma individual utilizando la herramienta establecida en el Anexo 1.

Tipo de información:

Para efectos de esta investigación, la información relevante y necesaria para su elaboración será obtenida y consultada de fuentes primarias y secundarias. Las primarias se dividen en dos fuentes en particular: documentos oficiales y las entrevistas a expertos y representantes de instituciones relacionadas al tema.

Respecto a la documentación oficial, se analizarán las leyes, reglamentos y normativa relacionada con el sistema financiero costarricense y en particular la relacionada al financiamiento del país y los mecanismos que se pueden utilizar. Asimismo, se estudiarán los documentos emanados de las Naciones Unidas relacionados con la materia, tales como: el Acuerdo de París, la Agenda 2030, entre otros.

Por otro lado, respecto a las entrevistas, se propone inicialmente aplicarlas a una persona representante de las siguientes instituciones del sistema financiero costarricense: Banco Central de Costa Rica, Bolsa Nacional de Valores, y una persona experta en esta materia en el aspecto internacional, particularmente por dos aspectos, en primer lugar por la relevancia de estos actores en la implementación y emisión de los bonos temáticos, así como, por el poco conocimiento en estos instrumentos en el país, mismo que se encuentra enfocado en estas instituciones y en personas expertas como Viviana Lujan.

Estas personas serán seleccionadas mediante una selección intencional, la cual según (Otzen & Manterola, 2017; pág. 230) “permite seleccionar casos característicos de una población limitando la muestra solo a estos casos (...) utilizándose en que la población es muy variable y la muestra pequeña”.

En el caso de las fuentes secundarias, se consultaron las siguientes: artículos de publicaciones periódicas, artículos publicados en páginas web, libros, publicaciones especializadas, materiales publicados en sitios en internet y algunas notas periodísticas. Recuperándose mediante la revisión y análisis de estos materiales, mediante las metodologías propuestas en el apartado anterior.

En suma, mediante esta metodología se propone abordar la investigación, con el fin último de poder determinar cuáles son los desafíos y oportunidades que tiene Costa Rica en caso de adoptar los bonos temáticos como un instrumento financiero alternativo.

Capítulo III

Estado del arte del mercado de valores costarricense para la implementación de instrumentos financieros alternativos

El mercado de valores costarricense, establecido desde el año de 1976 en el país, juega un rol fundamental en el crecimiento y desarrollo de la economía costarricense. Y es en ese sentido, que los instrumentos que son utilizados en el marco del mismo, resultan de importante análisis para comprender los desafíos y las oportunidades que enfrenta el país.

Es ahí, donde un estudio sobre el estado de situación del mercado de valores costarricense, y particularmente sus actores y los instrumentos que son utilizados, se vuelve necesario como base de análisis para la presente investigación. Particularmente, para comprender aquellos instrumentos alternativos, en especial, los bonos temáticos y sus emisiones en el país.

Con esto en la mira, este capítulo se plantea por objetivo determinar el estado del arte del mercado financiero costarricense para la posible implementación de instrumentos financieros alternativos. Resaltando la experiencia del país en la emisión de los bonos temáticos, como un instrumento de reciente data.

Para esto, se realiza un primer análisis sobre los actores que participan en el sistema financiero costarricense, destacando posteriormente el rol que juega el Estado costarricense en este mercado, luego se detallan los instrumentos financieros utilizados tradicionalmente, para finalmente realizar una primer aproximación a los bonos temáticos y sus emisiones en el país.

Con este propósito, los informes de la Academia Centroamérica sobre el sistema financiero costarricense, así como, las Memorias de la Bolsa Nacional de Valores y las presentaciones de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), se vuelven fuentes de información fundamentales para la construcción de este capítulo.

3.1 Actores que participan en el sistema financiero

Cuando se analiza el mercado de valores de un país y los actores que participan del mismo, se vuelve necesario comprender la gran escena en la que estos interactúan. Para estos efectos en el caso de Costa Rica se habla del sistema financiero (SFCR).

El SFCR según Loría (2013), “se encuentra conformado por 113 instituciones”. Encontrándose absolutamente dominado por el sector bancario, y en especial por la banca pública, donde dos bancos “propiedad del Estado concentran el cuarenta y tres por ciento de los activos del sistema, cuarenta y cinco por ciento de los pasivos y treinta por ciento del patrimonio” (Loría, 2013; págs.11-12). Por si fuera poco, este monto no incorpora otros dos bancos públicos, ya que tanto el Banco Popular de Desarrollo Comunal y el Banco Hipotecario de la Vivienda se encuentran creados por Ley especial y por ende, son valorados por aparte.

A estos bancos se suman la banca privada en orden de importancia, con una participación de “once instituciones que representan el veintinueve por ciento del activo, el treinta y uno por ciento del pasivo y el veintidós por ciento del patrimonio (Loría, 2013; pág.12).

“Seguido de la banca se encuentran las cooperativas de ahorro y crédito, las financieras privadas, las mutuales de ahorro y crédito, las operadoras de pensiones y las compañías aseguradoras” (Loría, 2013; pág.11). Aunado a la actividad propia del sistema financiero informal no regulado, así como, a otras entidades como las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión.

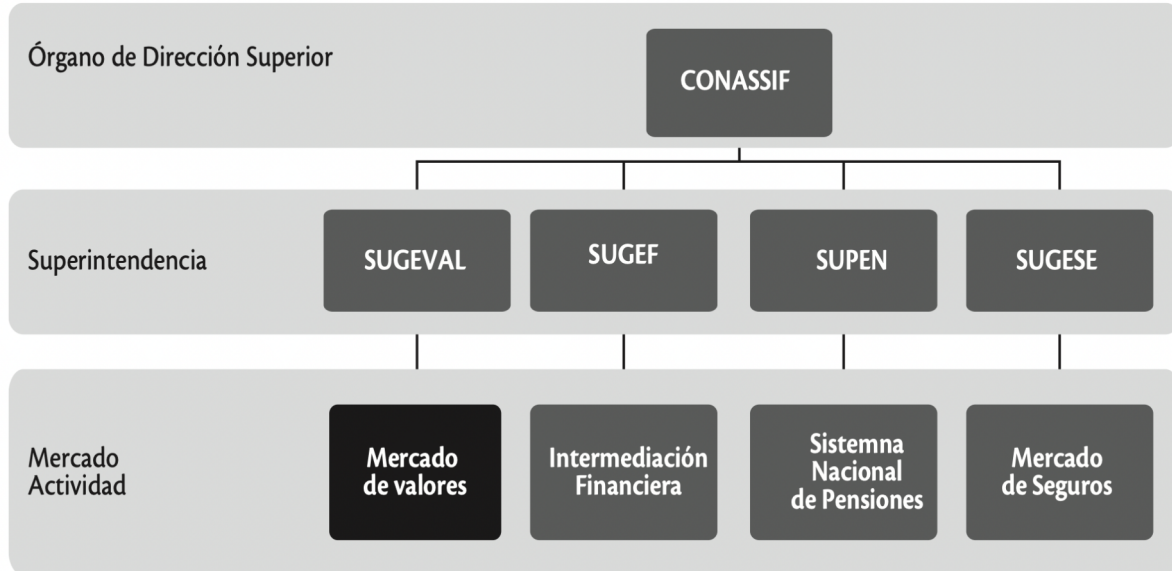
Para regular toda esta variada gama de actores se ha conformado un marco regulatorio establecido por un cuerpo colegiado que es integrado a saber por: “el banco central y cuatro superintendentes (bancos, valores, seguros y pensiones)” (Loría, 2013; pág.11).

Este cuerpo colegiado fue creado en 1998 mediante la Ley Reguladora del Mercado de Valores, legislación que trajo a la vida al Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF), “con el propósito de dotar de uniformidad e integración las actividades de regulación del Sistema Financiero Costarricense” (Brenes & Martínez, 2014; pág.7).

Para una mayor claridad sobre esta estructura organizativa del sistema financiero se presenta el siguiente organigrama:

Imagen N.1

Conformación del Sistema Financiero Costarricense



Fuente: Brenes, J. Martínez, J. (2014) *El sistema financiero costarricense en los últimos 25 años: mercado de valores*.

Ahora bien, cuando se quiere medir el tamaño de algo, siempre es necesario tener una referencia. En ese sentido tal y como lo plantea Loría (2013):

“Si se utilizan como *proxis* el tamaño del sistema financiero, el crédito bancario al sector privado y la liquidez total como proporción del PIB, el SFCR es de un tamaño similar al promedio de Centroamérica y República Dominicana. Sin embargo, si se compara con países desarrollados como Japón, Estados Unidos y Suiza las diferencias de tamaño son muy significativas, aún con respecto a economías emergentes como Chile, Malasia y la República Checa”.

Lo anterior se justifica en la participación en el mercado por parte del sector empresarial, el cual a diferencia del resto de los demás países, en Costa Rica no encuentra ahí su fuente principal fuente de financiamiento; sino más bien lo hace a través de los créditos ordinarios.

Y es que, la falta de “instrumentos más sofisticados que agregan otras dimensiones a la profundización financiera” (Loría, 2013; pág.16), junto con un desarrollo fuerte del mercado de

capitales como fuente de financiamiento de las empresas sigue como uno de los pendientes más importantes del SFCR desde que este surgió en 1988.

A estas alturas, caracterizar el sistema financiero costarricense se vuelve esencial, al respecto Loría (2013) señala:

“El SFCR presenta las siguientes características: gran cantidad y variedad de instituciones; la banca comercial, particularmente la estatal, es el segmento dominante (...); reformas financieras propiciaron el surgimiento de entidades que compiten con la banca estatal, como bancos privados, administradoras de pensiones y seguros; el mercado de valores es relativamente pequeño, poco profundo y dependiente de la deuda pública; el mercado es fragmentado, en el sentido de que entidades similares se rigen bajo distintos marcos legales; (...) el grado de desarrollo financiero es bajo comparado con el existente en economías emergentes en América Latina y en otras latitudes; (...) el SFCR se encuentra aún en proceso de desarrollo (...) con un mercado de valores poco desarrollado”.

Con esto presente, y particularmente considerando los importantes señalamientos realizados al mercado de valores anteriormente, se vuelve necesario pasar a un análisis más detallado del mismo, al ser este el espacio esencial donde se emitirán y transarán los bonos temáticos.

De este modo, el mercado de valores no es otra cosa más que el espacio que “permite la emisión, colocación y distribución de títulos valores” (Loría, 2013, pág.41). Siendo estos títulos esencialmente emitidos en su mayoría por el Estado costarricense y sus empresas públicas, pero también por empresas privadas de índole nacional o extranjera.

Estos títulos entonces, serán demandados por los inversionistas, quienes podrán ser personas físicas o jurídicas, que podrán actuar tanto en el Mercado Primario como en el Secundario.

“El primero se define como un conjunto de operaciones que componen la colocación de nuevas emisiones de títulos en el mercado y al cual acuden los agentes económicos para financiar sus operaciones. Esta colocación se realiza mediante Oferta Pública. El mercado secundario *comprende* el conjunto de transacciones que representa la transferencia de la propiedad de los títulos emitidos con anterioridad colocados en el

mercado y cuyo objetivo es dar liquidez a los tenedores de esos títulos” (Loría, 2013, pág.41).

Estas transacciones realizadas en el mercado de valores se realizan en los distintos puestos de bolsa autorizados por la Bolsa Nacional de Valores (BNV), por medio de los corredores de bolsa, que a su vez deberán encontrarse autorizados.

Tal y como se supracito, la BNV es quién autoriza y por ende, el ente regulador de este mercado. “Esta institución que arrancó sus operaciones en el año de 1976 con tan solo cinco empresas con acciones inscritas” (Loría, 2013; pág.42), hoy día y en el marco de la Ley Reguladora del Mercado de Valores gestiona un mercado “que sigue siendo de deuda, con una participación accionaria menor al uno por ciento del volumen transado; con las transacciones de corto plazo con el mayor peso y; con dos terceras partes de los puestos de bolsa vinculados a la banca comercial” (Loría, 2013; pág.46).

Esto lo que ha ocasionado es que casi 45 años, el crecimiento en la cantidad de empresas participantes del mercado de valores fuera de cinco a “21 empresas no financieras inscritas en el Registro de Valores e Intermediarios (...) con solo 19 realmente activas (...) de las cuales un 29 por ciento son fideicomisos y no empresas productivas” (Brenes y Martínez, 2014; pág.23).

Sin embargo, las empresas continúan contando con una oportunidad clave para su desarrollo en el mercado de valores. Sin embargo, esto dependerá de su capacidad de plantear proyectos rentables y atractivos en utilidades para los inversionistas; pero también del peso que continúe manteniendo el Estado costarricense en este escenario, ya que los bonos temáticos y en general el mercado de valores también son una opción prioritaria de atracción de inversiones para el sector público.

3.2 Participación del Estado costarricense

Tal y como se ha venido señalando, el Estado costarricense al igual que en muchos mercados de la región tiene una gran importancia dentro del mercado de valores. En la última década, las

operaciones del sector público han representado aproximadamente “más del 80 por ciento del total transado en los mercados primario y secundario” (Brenes & Martínez, 2014; pág.28).

Como parte de las emisiones que se dan desde el sector público, esencialmente se encuentran los instrumentos de deuda utilizados por “el Banco Central de Costa Rica (BCCR), el Ministerio de Hacienda y los bancos comerciales del Estado: Banco de Costa Rica, Banco Nacional de Costa Rica y Banco Popular y de Desarrollo Comunal” (Brenes & Martínez, 2014; pág.28). No obstante, no se limita a estos actores, ya que aunque son los dominantes del lado público, también se encuentran las emisiones de deuda de las empresas del Estado y de las instituciones autónomas, como lo puede ser: el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE) quién es uno de los emisores de bonos temáticos en el país, situación que se detallará más adelante, así como, los bonos generados por Municipalidades, tal y como lo ha realizado el gobierno local del cantón central de San José.

Es menester destacar que para efectos de las emisiones realizadas desde el sector público el corto plazo (es decir, menos de 180 días) también es el mecanismo más utilizado, tal y como se detalla en la siguiente tabla que permite detectar no solo lo anteriormente planteado, pero además la abismal diferencia entre actores públicos y privados:

Tabla N.2
Análisis de la Estructura de las Operaciones
(Cifras en porcentaje total transado)

Año	Mercado Primario	Mercado Secundario	Sector Público	Sector Privado	Corto Plazo	Mediano y Largo Plazo
1985	0,745	0,255	0,713	0,287	0,882	0,118
1986	0,723	0,277	0,755	0,245	0,891	0,109
1987	0,720	0,280	0,772	0,228	0,919	0,081
1988	0,771	0,229	0,774	0,226	0,913	0,087
1989	0,789	0,211	0,837	0,163	0,932	0,068
1990	0,850	0,150	0,863	0,137	0,940	0,061
1991	0,827	0,173	0,890	0,110	0,955	0,045
1992	0,802	0,198	0,914	0,086	0,950	0,050
1993	0,833	0,168	0,907	0,093	0,940	0,060
1994	0,697	0,303	0,859	0,141	0,916	0,084
1995	0,689	0,311	0,909	0,091	0,930	0,070
1996	0,876	0,124	0,960	0,040	0,956	0,044
1997	0,662	0,338	0,940	0,060	0,952	0,048
1998	0,505	0,495	0,925	0,075	0,935	0,065
1999	0,367	0,633	0,933	0,068	0,873	0,127
2000	0,258	0,742	0,928	0,072	0,801	0,199
2001	0,228	0,772	0,924	0,076	0,787	0,213
2002	0,210	0,790	0,930	0,070	0,814	0,186
2003	0,147	0,853	0,933	0,067	0,771	0,229
2004	0,147	0,853	0,919	0,081	0,783	0,217
2005	0,174	0,826	0,933	0,067	0,801	0,199
2006	0,147	0,853	0,903	0,097	0,781	0,219
2007	0,098	0,902	0,893	0,107	0,835	0,165
2008	0,095	0,905	0,831	0,169	0,854	0,146
2009	0,129	0,871	0,832	0,168	0,680	0,320
2010	0,075	0,925	0,876	0,124	0,521	0,479
2011	0,057	0,943	0,892	0,108	0,443	0,557
2012	0,076	0,924	0,898	0,102	0,508	0,492

Fuente: Brenes, J. Martínez, J. (2014) *El sistema financiero costarricense en los últimos 25 años: mercado de valores*.

Lo anterior, se puede comprender mediante la estrategia adoptada históricamente por las instituciones públicas, principalmente por el Banco Central y el Ministerio de Hacienda. Estas instituciones operan mediante un plan de colocación de emisiones programado, el cual “semanal o quincenalmente realiza subastas dependiendo las necesidades de captación” (Brenes & Martínez, 2014; pág.28).

Por otro lado, es la banca pública quién más participa como emisor en el mediano y largo plazo, manteniendo “programas de emisiones y una colocación recurrente de papel comercial y bonos” (Brenes & Martínez, 2014; pág.28). Sin embargo, tal y como se ha señalado esta clase de emisiones en los últimos años no alcanzan a ser ni una décima parte del total.

De modo que la participación del Estado costarricense en este mercado se puede entender como hegemónica, en la medida en que más del 80 por ciento de las emisiones son realizadas por instituciones que conforman el sector público. Su papel se caracteriza por ser en emisiones de corto plazo, particularmente para poder financiar la deuda pública, sin embargo, cada vez más, otras instituciones estatales (principalmente las empresas públicas o instituciones autónomas) han encontrado en la colocación de bonos oportunidades de financiamiento para sus proyectos en el mediano y largo plazo.

3.3 Instrumentos financieros presentes en el mercado costarricense

En primer lugar, previo a poder detallar los instrumentos financieros existentes en el mercado costarricense, es menester poder enmarcarlos en un concepto. Para tales efectos, el Banco Central de Costa Rica (2014) los define como: “cualquier contrato que origine un activo financiero en una compañía y a la vez un pasivo financiero o instrumento patrimonial a su contraparte”.

Bajo este entendido, “los principales instrumentos que mantiene el BCCR son: disponibilidades, inversiones en valores, cartera de créditos, obligaciones con el público y obligaciones con entidades” (BCCR, 2014: pág.4). Estos entonces, se vuelven parte de los principales activos que se encontrarán en el mercado de valores, al ser las herramientas utilizadas por uno de los principales actores del sector público.

Ahora bien, para efectos de una mayor comprensión estos instrumentos pueden ser clasificados en sí son negociables o no, o bien, si se mantiene el instrumento hasta su vencimiento. Sin embargo, para efectos de esta investigación y mayor practicidad los mismos pueden ser comprendidos como productos separados, entendiendo que si bien “los bonos ordinarios son los instrumentos que predominan en el mercado” (Brenes, M. comunicación personal, 12 de mayo 2022), también existen productos de deuda, acciones, fondos de inversión, entre otros que se detallarán a continuación.

En el sector público naturalmente predominan los instrumentos de deuda, particularmente porque les permiten subsanar muchas de las necesidades de recursos que

mediante impuestos no se obtienen, aunque esto no limita a que empresas o fideicomisos también los utilicen.

Estos recursos entonces, de forma general sirven “para financiar inversiones o capital de trabajo de operación normal” (SUGEVAL, 2017), de cualquier sector que los utilice. Siendo los instrumentos cupón periódico o cero cupón los más utilizados en esta modalidad.

Por otro lado, las acciones son otro de los instrumentos utilizados en el mercado financiero. Estas “confieren propiedad de una compañía o calidad de socio al inversionista” (SUGEVAL, 2017), con la característica adicional que no establecen una fecha de devolución del monto invertido.

Ahora bien, las acciones se subdividen en dos grandes grupos, aquellas denominadas como comunes, es decir, las que otorgan “voz y voto en las asambleas de inversionistas y dividendos acorde a las utilidades de la empresa” (SUGEVAL, 2017) y las preferentes.

Estas últimas tal y como lo dice su nombre “otorgan preferencias y privilegios, pero también establecen restricciones y limitaciones a las utilidades, al patrimonio o al voto” (SUGEVAL, 2017). Es importante señalar que en lo que respecta al voto no existen limitaciones, sino más bien, privilegios en las consideraciones del voto, ya sea por cantidad de acciones u otras preferencias que se pre establezcan.

Otro instrumento que destaca en el mercado costarricense son los fondos de inversión. Estos se encuentran administrados por sociedades especializadas que normalmente son llamadas Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, y que se encuentran supervisadas y autorizadas por la SUGEVAL.

En general, los fondos de inversión, constituyen “un ahorro de muchos inversionistas, permitiendo la compra y venta de activos financieros y no financieros, generando así rendimientos según sea la cartera de activos” (SUGEVAL, 2017).

Sin embargo, a pesar de toda esta diversidad de instrumentos son los productos estructurados (aquellos que pueden combinar instrumentos de deuda y derivados financieros) “los más dominantes, particularmente los bonos ordinarios” (Brenes, M. comunicación personal, 12 de mayo 2022).

Al mencionar un derivado financiero, básicamente se hace referencia a un producto que como principal característica tiene el hecho que “su valor depende en el comportamiento de un activo financiero o no financiero; el subyacente” (SUGEVAL, 2017).

Los no financieros, son aquellos provenientes de recursos básicos o *commodities* y materias primas. Y en los financieros se encuentran las acciones y los bonos entre muchos otros.

Según la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica (2021), un bono es “un título valor mediante el cual emisores públicos y privados obtienen financiamiento para realizar sus actividades. Teniendo definida una fecha de vencimiento y tasa de interés”. De este modo, los bonos logran la rentabilidad de la siguiente manera:

“Mediante los pagos periódicos de la tasa de interés y el reintegro del principal invertido al final del plazo. Los pagos periódicos o cupones se cancelan de forma mensual, trimestral, semestral, anual o en un solo pago al final del plazo según se acuerde entre las partes involucradas en la inversión” (Bolsa Nacional de Valores, 2021).

Para lo anterior, estas instituciones públicas emiten bonos de deuda pública mediante cuatro instrumentos. En específico mediante: 1- Títulos cero cupón (plazos menores o iguales a 1 año); 2- Títulos tasa fija (plazos mayores a 1 año); 3- Títulos con tasa ajustable (plazos superiores a 5 años) y; 4- Títulos con tasas indexadas a la inflación (plazos superiores a 5 años).

“Tanto los títulos cero cupón como los de tasa fija se emiten tanto en colones como en dólares. Para el caso de los títulos de tasa ajustable, estos se emiten en colones, utilizando como referencia una tasa de interés, calculada por el Banco Central con los rendimientos promedios del mercado a mediano plazo, denominada la Tasa Básica Pasiva, a la que se le suma un premio o margen” (Brenes & Martínez, 2014; pág.17).

Por otro lado, el mercado secundario de instrumentos de deuda pública es un escenario históricamente relevante, con más del 80% del total transado en el mercado. Pero que debido al contexto país, el endeudamiento interno y las necesidades fiscales, ha ido perdiendo terreno, en tanto gran parte de la captación se ha gestado en el mercado primario.

Para participar en el mercado secundario, la Bolsa Nacional de Valores ofrece dos mecanismos. En primer lugar, “la Rueda Core, en la cual se transan los 30 títulos de mayor bursatilidad (...) y la Rueda COVE, donde se negocian el resto de emisiones públicas” (Brenes & Martínez, 2014; pág.17).

Así las cosas, es que estos instrumentos han sido insuficientes para poder abastecer las necesidades financieras del país, y que se requieren de alternativas e instrumentos innovadores que permitan acceder a recursos frescos, ampliando así las herramientas a disposición del Estado.

Es ahí donde los instrumentos financieros alternativos entran al escenario. Siendo en esencia aquellos que “persiguen el desarrollo de actividades económicas de difícil financiación en circuitos financieros tradicionales (...)” subyaciendo una concepción de la inversión que va más allá de lo meramente lucrativo y apela a la rentabilidad social de las inversiones y a la responsabilidad social del ahorrador (Gutiérrez, 2001; pág.1).

En Costa Rica no han sido muchos los instrumentos financieros alternativos propuestos, debido a las características ya descritas del mercado. Sin embargo, los bonos temáticos han comenzado a tomar un auge debido a la promoción realizada desde la misma Bolsa Nacional de Valores, así como, porque su opción más conocida, los bonos verdes, se vuelve cada vez más necesaria ante la crisis climática que enfrenta el planeta y los compromisos asumidos a nivel país.

Entre estos compromisos, se encuentra incluso el asumido con el reciente ingreso de Costa Rica a la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), quienes en la última década han realizado importantes llamados para que los países miren hacia el futuro y financien no solo uno que sea sostenible, sino que lo haga de una forma sostenible a su vez.

3.4 Un mercado... una oportunidad

De forma general se puede resumir el mercado costarricense como poco profundo con un insuficiente nivel de competencia, pero que continúa siendo solvente y rentable para los actores

que participan del mismo. Que si bien mayoritariamente provienen de la banca comercial, y en especial de la banca pública, continúa presentando oportunidades para otros actores.

Sin embargo, estas oportunidades demandan de acciones específicas y algunos ajustes para que sean aprovechadas plenamente. Inicialmente, el mercado de capitales debe desarrollarse más. Desde que se creó el mercado de valores en Costa Rica, este ha sido “esencialmente un mercado de deuda pública, con mínima participación del capital accionario” (Loría, 2013; pág. 91).

Es por esto que generar mayor apertura del mercado se vuelve necesario. Ya que sus excesivas regulaciones así como, la intermediación obligatoria de los puestos de bolsa no resulta siempre atractiva. Sin embargo, “estas acciones se quedarían cortas si no se da una labor educativa al público en general, con apoyo a los distintos sectores” (Loría, 2013; pág.91). Y es que la falta de una cultura de ahorro e inversión en el país, es enemiga directa de una participación activa en el mercado de valores.

Pero también, “esto se debe en primer lugar a que tanto los márgenes de intermediación financiera en el país continúan siendo altos en comparación con los estándares internacionales” (Loría, 2013; pág. 92) lo cual desincentiva la participación de nuevos actores. Pero además, al hecho que el sistema bancario tiene un comportamiento de tipo oligopólico y genera o permite poca competencia. “Transformándose en una necesidad urgente la adopción de políticas que propicien un mayor grado de competencia, nivelando las reglas del juego para los participantes” (Loría, 2013; pág. 2013).

Sin embargo, tal como se ha reiterado en este primer apartado el mercado continúa presentando condiciones para la emisión de bonos temáticos, y estos continúan representando una oportunidad para financiar tanto obras públicas, como proyectos con impactos positivos en la sociedad y el ambiente de iniciativa privada.

“Para las empresas los bonos temáticos representan una fuente de financiamiento alterna para proyectos sociales y/o sostenibles, para los inversionistas una nueva opción de inversión y para el país, la oportunidad para lograr avanzar en la Agenda 2030, el Plan de Descarbonización” (Solís, 2022).

Así las cosas, se vuelve necesario analizar los retos que requeriría un fortalecimiento de las emisiones de bonos temáticos en el país por una diversidad de actores. Valorando siempre el amplio espectro de oportunidades que esto representaría, y que ha representado en otras latitudes.

Capítulo IV

Bonos temáticos en Costa Rica: de su génesis, pasando por el marco jurídico, a los retos y oportunidades para su implementación

Los bonos temáticos son un instrumento reciente en el sistema financiero internacional, y aún más en el sistema costarricense. Su presencia en el mismo no alcanza siquiera una década, y sobran dedos de una mano para contar la cantidad de emisiones de este tipo realizadas en el país.

No obstante, estos tipos de bono ya van labrando un camino en el sistema financiero, y más recientemente en la legislación nacional, mediante la Ley para potenciar el financiamiento y la inversión para el desarrollo sostenible, mediante el uso de valores de oferta pública temáticos - Ley N. 10.051.

De este modo, estos instrumentos presentan una oportunidad para financiar el desarrollo sostenible al que apunta Costa Rica y los compromisos asumidos por decenas de naciones con el planeta. Así como, para generar mejores condiciones económicas a lo interno del país. Sin embargo, esto no será posible de implementar en su forma más efectiva de no generar los cambios necesarios.

Es ahí, donde este capítulo parte de un primer análisis de los bonos temáticos en Costa Rica. Para posteriormente determinar los principales aspectos de la Ley N. 10.051, como el principal marco legal bajo el cual se rigen los bonos temáticos en el país. Y con esto como base, se analizan las emisiones realizadas en territorio costarricense, permitiendo con este conjunto de información, analizar las reformas necesarias para explotar las oportunidades que estos instrumentos presentan para el país y enfrentar los retos que las limitan en la actualidad.

Así las cosas, este capítulo se propone por objetivo, poder explicar la historia de los bonos temáticos en el país y el marco regulatorio en el cual se encuentran, a modo de poder determinar los retos y oportunidades que estos representan. Permitiendo de esta manera determinar los principales cambios y acciones políticas requeridas para la funcionalidad de los bonos temáticos en Costa Rica.

De este modo, las presentaciones realizadas en el marco del webinar desarrollado por Lead University, denominado: *los bonos temáticos: instrumentos de financiamiento para resolver los desafíos del cambio climático y el desarrollo sostenible en ALC*, así como, las entrevistas desarrolladas a personas expertas en el marco de esta investigación, y la legislación nacional vigente en esta materia, se transformaron en fuentes de información fundamentales para el desarrollo del presente capítulo.

4.1 Los bonos temáticos en Costa Rica

Para remontarse a la génesis de los bonos temáticos, es necesario hacerlo de la mano del auge de la alarma internacional a la crisis climática, y regresar casi dos décadas atrás cuando aún no existía el Acuerdo de París, los Objetivos de Desarrollo Sostenible y el marco internacional actual de conciencia climática.

Este viaje tiene su inicio en la primera década del presente milenio, en el cual los Objetivos del Milenio de las Naciones Unidas imperaban. Particularmente, es menester retornar al año 2007, “cuando el Banco Europeo de Inversión emite un primer bono de sensibilización climática por la suma de 600 millones de euros” (Navarro, 2022). Seguido por la emisión del Banco Mundial un año después, “de un bono verde por 440 millones de dólares” (Navarro, 2022), llevando así al mercado de valores a un nuevo estándar, cuyo foco radica en una mayor transparencia y en el apoyo a las acciones en pro de la mitigación y la adaptación al cambio climático.

Alcanzado este punto entonces, es menester definir y comprender con mayor detalle este tipo de emisiones y sus principales características. Así las cosas, los bonos temáticos no son otra cosa más que “emisiones de capital generadas para financiar proyectos catalogados

como positivos o, al menos, neutrales, para el medioambiente y/o la sociedad” (Fariza, 2020), sujetos al mismo mercado de capitales y regulación financiera que los bonos tradicionales.

Para una mayor comprensión de cómo operan estos bonos temáticos, es importante subdividirlos en dos grandes grupos. Los primeros, son denominados Bonos de Uso de Fondos (UdF), que son aquellos que “se tiene que demostrar que los recursos obtenidos se destinan exclusivamente a financiar o refinanciar proyectos nuevos o existentes, con beneficios medioambientales y/o sociales predefinidos” (Navarro, 2022). Dentro de los UdF se destacan principalmente los bonos verdes, los bonos sociales y los bonos sostenibles.

Los primeros, se encuentran dedicados a financiar o refinanciar proyectos que tengan beneficios ambientales o incidencia sobre el cambio climático. Los sociales, financian proyectos con beneficios sociales demostrables y medibles. Y los bonos sostenibles, combinando los dos anteriores, financiando proyectos con impactos ambientales y sociales positivos.

Pero además, en los bonos temáticos surgen otros como los bonos azules (dedicados a los océanos), los bonos de género (empoderamiento social y económico de las mujeres), los bonos ODS (para el cumplimiento de la Agenda 2030), los bonos de transición (dedicados a la transición energética) y los bonos naranja (empresas o sectores participantes de la Economía Naranja) (Brenes, M. comunicación personal, 12 de mayo 2022).

No obstante, estos últimos cuentan con poca participación en el mercado internacional, y “son los bonos verdes los más dominantes con un 51.1% de las emisiones, luego los siguen los bonos de sostenibilidad con un 18.18%, le siguen los bonos sociales con un 17.95% y queda un pequeño porcentaje para otros bonos” (Rowntree, 2022).

Y como segunda gran rama, se tienen los bonos vinculados a la sostenibilidad. Los cuales, “están sujetos a si el emisor alcanza o no ciertos objetivos predefinidos de sostenibilidad ambiental, social y de gobernanza. Midiendo esto a través de Indicadores Clave de Rendimiento Predefinido (KPIs) y se evalúan en función de los objetivos de desarrollo de sostenibilidad predefinidos (SPT)” (Navarro, 2022). Destacando que el uso de los fondos, a diferencia de los UdF, es para fines generales corporativos, que persiguen ciertos KPIs y SPT.

Ahora bien, a la hora de analizar quién emite estos bonos, destaca que internacionalmente no son los gobiernos los actores mayoritarios, sino por el contrario “son las

corporaciones (42,28%), instituciones financieras (22.81%) y las agencias (14.19%) quienes más emiten, y la participación estatal corresponde solamente en deuda soberana a un 6.71%, municipalidades un 2.35% y un 11.76% de supranacionales” (Rowntree, 2022); situación que tal y como se ha visto se contrapone al rol dominante del Estado costarricense en el mercado de valores.

Como se ha señalado anteriormente, Costa Rica cuenta con muchas limitaciones en el mercado de valores. Sin embargo, a su favor cuenta con un importante y destacado liderazgo regional en materia climática y ambiental, pero especialmente en términos de iniciativas de bolsas de valores verdes y bonos temáticos, especialmente en bonos verdes.

Lo anterior amén del trabajo de la Bolsa Nacional de Valores y la promoción en distintos espacios la emisión de bonos temáticos, y prioritariamente de los bonos verdes. Para esto, “la BNV desarrolló una Guía para la Definición y Gestión de Proyectos Verdes, dirigida a los potenciales emisores, así como una Guía de estos bonos y de los informes que requiere su emisión” (Climate Bonds Initiative, 2021; pág.8).

Asimismo, “se han publicado guías para la emisión de bonos sociales y de sostenibilidad, desarrollando además tarifas diferenciadas, así como múltiples servicios de apoyo (asesoría durante el proceso de emisión) para los emisores” (Climate Bonds Initiative, 2021, págs.8-9), aunado a la reducción de plazos para este tipo de emisiones a partir de la promulgación de la Ley N. 10.051, aspecto que se analizará con mayor detalle más adelante.

Pero además, se encuentran los compromisos políticos internacionales e internos adoptados que fomentan el desarrollo de estos instrumentos. Ejemplo de esto es el Pacto Nacional por los ODS, donde se destaca que Costa Rica fue el primer país en el mundo en realizar un acuerdo de dicha naturaleza. En el cual se encuentran adheridos los tres poderes de la República, actores del sector privado, organizaciones no gubernamentales, sociedad civil, entre otros.

Asimismo, las políticas públicas, tales como el: Plan Nacional de Adaptación al Cambio Climático, el Plan Nacional de Descarbonización, o bien, la Contribución Nacionalmente Determinada (CND) que se presenta ante la CMNUCC, estableciendo las reducciones

voluntarias como países en materia de gases de efecto invernadero, son compromisos que invitan a que este tipo de emisiones se fomenten en el territorio costarricense.

Requiriendo así que la movilización de inversiones para alcanzar que estas políticas y metas se dé en todos los campos. “Desde el Estado y sus empresas, banca pública e instituciones, hasta la banca privada, inversores mayoristas y minoristas, fondos de inversión, donantes y filántropos” (Navarro, 2022).

Y es que los bonos temáticos no solo deben ser atractivos para los emisores, sino también para los inversionistas. Es ahí donde sus beneficios, particularmente en Costa Rica por condiciones jurídicas que se detallarán en el siguiente apartado, permiten aumentar su atractivo.

Para los emisores, no solamente les permite diversificar su cartera de emisiones, particularmente con un enfoque más sostenible, también les permite acceder a “incentivos fiscales que otorgan beneficios a esta clase de emisiones, además de un tema de imagen y reputación frente al mercado, lo cual le abre las puertas a nuevos mercados que demandan servicios y productos sostenibles” (Navarro, 2022). Pero además se encuentra el hecho que reciben recursos frescos, que les permiten adaptar sus negocios, aumentando su resiliencia al cambio climático, a la vez que podrían transicionar a energías más limpias que a su vez sean más eficientes, entre muchas otras opciones.

Ahora bien, para los inversionistas esto debe ir más allá del retorno financiero con un impacto ambiental o social positivo. Es ahí donde el estricto seguimiento y transparencia que demandan estos bonos, “les permite a los inversionistas tener inversiones medibles en su impacto y retorno en el mediano plazo, a la vez que descarbonizan sus portafolios y mejoran su imagen como inversores” (Navarro, 2022).

Comprendiendo lo anterior, se puede determinar que naturalmente este tipo de emisiones, por sus características y valor, se auto incentivan a ser emitidas. Sin embargo, las características del mercado costarricense han vuelto necesario que más recientemente se den facilidades a los actores para incentivar las emisiones temáticas de valores.

En este sentido, para los emisores la Bolsa Nacional de Valores, ofrece “asesoría gratuita tanto para la emisión en la bolsa, como para los trámites con el regulador, asimismo,

dan tarifas diferenciadas para estos bonos y realizan conexiones con actores multilaterales” (Solís, 2022). Sin embargo esto no había resultado suficiente, y por ende, la promoción de un marco legal que regulara estos instrumentos temáticos de valores, pero que además generará otros incentivos se volvió trascendental, dando así surgimiento a la Ley N. 10.051.

4.2 Marco jurídico de los bonos temáticos en Costa Rica

Los bonos temáticos al generar un supuesto impacto social o medioambiental, se encuentran sujetos a un rígido sistema regulatorio tanto internacional como nacional. En el cual se les demanda la transparencia para con sus inversores, a modo de determinar el impacto real de dichas inversiones.

En ese sentido, “los bonos se deben alinear con los principales estándares y principios de mercado para poder ser considerados como bonos temáticos, y los emisores deben comprometerse a cumplirlos” (Navarro, 2022). Así las cosas, los principios más utilizados y que establecen un parámetro mínimo son aquellos definidos por la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA por sus siglas inglés).

Es decir, que todas las empresas que opten por un bono temático deben cumplir cuando menos con los cuatro principios que solicita ICMA, mismos que solicita la Bolsa Nacional de Valores:

“El primer principio es que el dinero que captan de un bono temático debe ser destinado exclusivamente a este proyecto. El segundo, se tiene que demostrar porque el proyecto se enmarca en alguna categoría de los bonos temáticos. El tercer principio tiene que ver con la administración del dinero, donde se le pide a la empresa que maneje el dinero del bono en una cuenta separada. Y el último, tiene que ver con informes, donde se le pide que de manera anual y durante el plazo de la deuda, le informe a los inversionistas el avance del proyecto y los giros del dinero, así como los beneficios” (Brenes, M. comunicación personal, 12 de mayo 2022).

Sin embargo, hay estándares mayores que son solicitados por algunos inversionistas, tales como los Climate Bond Standard V. 3.0, de la Climate Bond Initiative (CBI). Los cuales,

destacan por “el uso de las mejores prácticas para controles internos, seguimiento, informes, verificación y certificación” (Navarro, 2022).

Asimismo, seguido de estos principios, se debe cumplir con la Taxonomía de Inversión Verde, la cual “es un sistema de clasificación regulada, que establece una lista de actividades económicas ambientales sostenibles y orienta la inversión privada hacia estas” (Navarro, 2020) de modo que los inversionistas puedan determinar que es en verdad una emisión verde y que no lo es, evitando así el greenwashing.

Ahora a esto se debe sumar que todos los bonos temáticos tal como cualquier bono tradicional y cualquier empresa que va al Mercado de Capitales de Costa Rica a financiarse:

“Deben presentar documentación ante el ente regulador, información financiera, deben tener un buen control interno y buenas prácticas de gobierno corporativo, deben someterse a una calificación de riesgo y sobre todo, deben ser proyectos atractivos en monto y en relación riesgo-rendimiento a los inversionistas” (Brenes, M. comunicación personal, 12 de mayo 2022).

Finalmente, a todo lo anterior se debe aunar la legislación aprobada a finales del año 2021. Ley para potenciar el financiamiento y la inversión para el desarrollo sostenible, mediante el uso de valores de oferta pública temáticos - Ley N. 10.051.

En general, esta legislación lo que viene a realizar es a brindar un “apoyo e incentivo para que las entidades públicas, estatales y autónomas, desarrollen sus proyectos con una lógica sostenible, social y ambiental, para que se puedan financiar a través de bonos que pasen por el mercado de capitales costarricense” (Solís, 2022).

Pero además, brinda un incentivo a los “inversionistas institucionales y ordinarios, con el objetivo que participen de este tipo de iniciativas y que inviertan fondos personales, o de pensiones en este tipo de proyecto” (Solís, 2022). Realizando lo anterior, mediante un crédito fiscal para dichas entidades ante la administración tributaria costarricense.

Adicionalmente, la Ley le ordena al regulador, en este caso: la SUGEVAL, “que ante la presentación de emisiones temáticas que formen parte del mercado de capitales que requieran su aprobación por sus características, estas reciban un trámite diferenciado a cualquier otro”

(Solís, 2022), es decir, una “vía rápida” para su tramitación, reduciendo considerablemente los tiempos desde la inscripción ante el regulado hasta la emisión del bono mismo.

Asimismo, la Ley indica que “todas las empresas públicas pueden fondearse con emisiones temáticas” (Solís, 2022), representando así, una oportunidad para el estado de obtener deuda barata que le permita desarrollar sus proyectos, así como, para estas empresas de canjear deuda con altas tasas de interés, por una deuda con tasas más favorables; característica propia de los bonos temáticos.

Ahora bien, en la reglamentación de esta legislación emitida primariamente por el Poder Ejecutivo, pero también a través de las normativas establecidas por la BNV, se plantean aspectos trascendentales, destacando los trámites, los requisitos y los costos para dichas emisiones.

Sobre el trámite, “se lleva como cualquier emisión de bono, salvo el plazo que es menor, pero adicionalmente se les solicita la información legal y contable de la empresa, así como un informe de un verificador externo de que dicha emisión es efectivamente verde, social o sustentable” (Solís, 2022). Llegando en la actualidad el trámite de estas iniciativas, “a tener una duración de unos 4 meses desde su presentación al regulador hasta su emisión” (Solís, 2022)

Por otro lado, en lo que refiere al costo de dicha emisión, se debe señalar que el mismo será prácticamente el mismo al de un bono ordinario, salvo por el costo de dicha verificación externa, la cual actualmente ronda “un costo de entre los USD 6.000 y USD 10.000” (Solís, 2022).

4.3 Emisiones de bonos temáticos en Costa Rica

Estas preferencias, así como el apoyo técnico brindado desde la Bolsa de Valores y otros actores ha permitido que en el país comiencen las emisiones de bonos temáticos en el país, particularmente desde el sector público, particularmente desde la banca, pero también desde las empresas del Estado costarricense, y con una mínima participación del sector privado.

Fue así, como “el Banco Nacional de Costa Rica, BID Invest y FinDev Canadá se unieron para emitir el primer bono social del país, con el objetivo de financiar el desarrollo de micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES), (...)reservando un 40% para negocios liderados por mujeres” (GFL, 2022), poniendo a disposición \$75 millones.

Siendo estas transacciones no solo positivas por su impacto social en el desarrollo de las MIPYMES mediante las facilidades de créditos con condiciones preferenciales, pero además, se encuentra estrechamente ligado con la posibilidad de dinamizar la economía de Costa Rica mediante el financiamiento de nuevos negocios o el refinanciamiento de los existentes.

Por otro lado, la segunda emisión de bono temático en el país y la primera de un bono verde, fue realizada por el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE). Esta se colocó a finales del 2021, con un monto de subasta de ₡20.000.000.000,00 (AED, 2021).

“El propósito de esta emisión fue captar recursos para refinanciar una porción de la deuda existente relacionada con la construcción de la Hidroeléctrica Reventazón, que entró en operación en 2016, y que es la planta de mayor capacidad de generación de energía renovable del país” (AED, 2021).

Y sumada a estas, “se han dado escasas emisiones más de instituciones y empresas nacionales, con la salvedad que estas no se contabilizan ya que fueron realizadas en mercados extranjeros” (Brenes, M. comunicación personal, 12 de mayo 2022). Situación que resalta la poca cultura existente en el mercado de emisión, así como la poca profundidad y competencia existente.

Ahora bien, a la fecha, cinco empresas costarricenses han sido capaces de emitir bonos temáticos en el país. “Cinco bonos verdes, un bono social y actualmente otro social se encuentra en proceso de aprobación” (Solís, 2022). Lo anterior, se refleja en la siguiente tabla, distinguiendo la empresa emisora, el tipo de bono, el monto de su emisión y el destino del proyecto que lo vuelve en un bono temático:

Tabla N.3
Bonos temáticos en Costa Rica

Empresa	Tipo de bono	Monto de la emisión (USD millones)	Destino de los fondos del proyecto
BNCR	Verde	\$500 millones	Energía renovable
BNCR	Social	\$75 millones	PYMES
ICE	Verde	\$300 millones	Energía renovable
ICE	Verde	\$44 millones	Energía renovable
PROMERICA	Sostenible	\$50 millones	Pymes, energía renovable, transporte limpio, agricultura sostenible y construcción sostenible.
Banco Popular	Verde	\$73 millones	Energía renovable y gestión sostenible del agua
COOPEGUANACASTE	Verde	\$50 millones	Energía renovable y gestión de residuos

Fuente: Solís, P. (2022). Bolsa Nacional de Valores.

Ahora bien, considerando estas emisiones se podría considerar que falta atraer mayor capital al país e inversionistas. Sin embargo, es menester apuntar que el capital para inversión si existe y está presente en el mercado de capitales costarricense. “Dinero hay e inversionistas, esperando poder invertir en proyectos, sin embargo no hay proyectos presentados listos para ejecutarse, tal y como se pide en los bonos temáticos (...), lo que hay son ideas” (Brenes, M. comunicación personal, 12 de mayo 2022).

Lamentablemente, una cultura dentro del sector público que no se encuentra acostumbrada a la gestión por resultados y a la ejecución ágil de proyectos, retrasa y aleja muchas inversiones. Así como, “un sector privado que no siempre es capaz de presentar proyectos con los montos y las utilidades que se esperan en estos espacios” (Brenes, M. comunicación personal, 12 de mayo 2022).

En la actualidad los recursos se encuentran movilizándose hacia la sostenibilidad, pero también al “transporte público, transporte liviano cero emisiones, transporte de carga eficiente, energía eléctrica renovable a costo competitivo, edificaciones sostenibles, sector industrial de bajas emisiones, modelo ganadero bajo en emisiones y sistemas agroalimentarios bajos en carbono” (Herrera, 2022). No obstante, tanto el sector público como privado han sido incapaces de proponer proyectos que generen interés en los inversionistas, o si quiera que sean capaces de salir al mercado de inversiones.

4.4 Oportunidades y retos para la implementación

De lo anteriormente planteado se desprende que existen una importante serie de retos para que estas emisiones se implementen de forma adecuada en Costa Rica. Pero también existen una serie de oportunidades para que las empresas del país desarrollen iniciativas que alcancen financiamiento en este sentido.

En el caso costarricense, sin lugar a dudas al ser un país con altos recursos naturales, existen importantes condiciones que abren oportunidades para las emisiones de los bonos temáticos. Desde “los riesgos climáticos, como la cercanía con los océanos, son aspectos que incentivan o motivan la emisión de los mismos.

Asimismo, destaca aspectos como que estas emisiones y los recursos captados pueden financiar “el mantenimiento de parques nacionales, el ecoturismo, entre muchos otros temas” . Además de dotar de recursos frescos a un aspecto tan clave para el desarrollo económico, como lo es la investigación; motor fundamental para la innovación y la atracción de inversión extranjera, siendo estas variables claves en el caso costarricense.

Otro aspecto clave que es una oportunidad para el país, es el financiamiento de una de las actividades que genera importantes ingresos a la economía costarricense; el turismo. Con estos recursos, se pueden “apoyar proyectos de desarrollo turístico o la atracción de turismo en parques nacionales” (Anónima, comunicación personal, 12 de mayo de 2022).

Además, una de las actividades más interesantes que brinda una importante oportunidad para los bonos temáticos en el país, es el financiamiento de energías alternativas y

el desarrollo de las mismas. Particularmente, lo anterior se ve reflejado “en las emisiones en otros países para el desarrollo, investigación e implementación del hidrógeno verde” (Herrera, 2022); conocida como la energía del futuro, ya que el único residuo que tiene la misma es el agua.

Ahora bien, como toda actividad que tiene oportunidades, también presenta importantes aspectos a los que se debe hacer frente de previo a implementación efectiva. Uno de los retos más importantes que debe enfrentar el país en miras a una implementación real y efectiva de estos instrumentos financieros alternativos, es la “falta de definición de una mayor estructura a nivel nacional” (Anónima, comunicación personal, 12 de mayo de 2022).

Es decir, si bien como se ha detallado ya existe una normativa y reglamentación por parte del ente regulador, esto tanto por lo reciente de las mismas, como por la poca participación de actores en el mercado de valores, este marco jurídico no ha sido lo preciso que debería para los emisores y para los inversionistas. A lo anterior, se debe aunar el hecho que los mismos en su mayoría son altamente similares a los principios y taxonomías internacionales. De modo, que si bien rigen aspectos generales, existen aspectos específicos del país y del mercado costarricense que no se ven reflejados en dichas regulaciones.

Otro reto importante en el caso de Costa Rica, es el aspecto que el gobierno ha dedicado la mayor parte de sus esfuerzos en materia de emisiones de bonos, en la “emisión de bonos de deuda o para el pago de intereses” (Anónima, comunicación personal, 12 de mayo de 2022). De modo, que la institucionalidad pública, a excepción del sector bancario, ha manifestado en la práctica poco interés en participar de dicho mecanismo.

Finalmente, el principal reto es la “promoción de una cultura de inversión en productos verdes o sustentables” (Herrera, 2022). Esto, particularmente por el hecho que “los fondos de inversión en Costa Rica son altamente conservadores, poco propensos a emisiones alternativas y a la ampliación de su portafolio” (Luján, V. comunicación personal, 13 de mayo de 2022). De modo, que los bonos temáticos por más condiciones favorables y por más incentivos, deben enfrentarse a una rígida zona de confort del inversionista tradicional que predomina en el mercado costarricense.

4.5 Un instrumento alternativo frente a la alternativa costarricense

Los bonos temáticos son un instrumento reciente en el mercado costarricense, pero también en el mercado financiero internacional. Sus condiciones favorables, así como, su atractivo social y medio ambiental, le han presentado como una alternativa para la atracción de recursos importantes y frescos frente a las limitadas o agotadas fuentes de financiamiento que se tienen en la actualidad.

Si bien, existen bastantes emisiones que se ven englobadas en lo que refiere a los bonos temáticos, son los bonos verdes su actor principal. Situación que se replica tanto en el mercado internacional, como en Costa Rica. Donde no se da esta similitud, es en los actores que realizan las emisiones, en el tanto, en el mercado internacional son las empresas privadas los mayores emisores y en Costa Rica es la banca pública y una empresa privada los actores principales.

Asimismo, corolario de este capítulo es el hecho que si bien en el país se ha desarrollado una importante regulación para la emisión de estos bonos, incluyendo una Ley de la República, este marco normativo tiene como principal objetivo promover estos instrumentos con incentivos y brindar un marco general, más no específico, de las emisiones temáticas de valor.

Ante esto, y en respuesta al objetivo que se pretende responder con este apartado, es el hecho que Costa Rica cuenta con muchas oportunidades para emitir bonos temáticos, pero debe hacer frente a la rigidez y el conservadurismo de sus sistema y sus actores. Además de otras acciones legales, estructurales y de mercado que se deben tomar; mismas que se desarrollarán en el siguiente capítulo.

Capítulo V

Recomendaciones para potenciar la emisión de bonos temáticos en Costa Rica

Como se ha mencionado en distintas ocasiones a lo largo de este documento, los bonos temáticos son una fuente de desarrollo para las naciones del mundo. Su versatilidad, condiciones preferentes, incentivos e impacto positivo, les vuelven una oportunidad atractiva y rentable para los distintos actores que convergen en el sistema financiero.

No obstante, como se ha reiterado, las emisiones en Costa Rica continúan siendo pocas, sin importar de donde provengan y no necesariamente por falta de inversionistas. Aunado a esto, el dominio del sector público es apabullante, frente a la escasa participación del sector privado, tanto en el mercado de valores en general, como en las emisiones de valores temáticos de deuda.

Sin embargo, la respuesta a estas situaciones se pueden encontrar en los distintos retos que posee el país, tanto de los actores como tal, pero también, de la estructura del sistema financiero costarricense. Es en este sentido, es que este último capítulo, respondiendo al objetivo de proponer recomendaciones para potenciar la emisión de bonos temáticos en el mercado costarricense, presenta dos importantes apartados de posibles reformas que se deben dar en el país.

Un apartado primero, sobre aquellas reformas estructurales al sistema financiero. Mismas que deben ser tomadas para que este sistema sea capaz de incentivar adecuadamente las emisiones de bonos temáticos, pero que además sea más atractivo para los inversionistas, y genere seguridad en los emisores.

Y un segundo punto, sobre los cambios o reformas que se deben dar en los actores que participan del sistema financiero, y que particularmente se encuentran ligados a este tipo de emisiones. Dividiendo este segundo segmento en aquellos actores públicos y los actores que proceden de iniciativa privada.

Para alcanzar este objetivo, se han recibido las recomendaciones de personas expertas de distintas instituciones a este respecto. A la vez que se incorporan los criterios que

determinados documentos y estudios sobre el sistema financiero costarricense han destacado como necesarios para fortalecer el mismo.

5.1 Reformas estructurales al sistema financiero

Sin lugar a dudas, el sistema financiero costarricense amerita como tal muchas reformas, independientemente de los bonos temáticos. Su reducida estructura y la poca participación del sector empresarial del mismo, hacen un llamado a fortalecerlo (particularmente cuando los bonos temáticos se encuentran a la puerta, junto con los inversionistas) a que tanto empresas como sector público se endeuden mediante estos mecanismos, haciéndose de recursos frescos y de bajo costo, para financiar un desarrollo más sostenible.

En ese sentido, se plantearán en primera instancia aquellas reformas que a grueso modo requiere el sistema costarricense, para ir cayendo en aquellas acciones específicas que son trascendentales para que los bonos temáticos sean una opción cada vez más utilizada en Costa Rica.

Una primera reforma necesaria, es el marco legal costarricense. Si bien se cuenta con una legislación nacional en materia de bonos temáticos; la Ley 10.051. Esta norma, solamente viene a dotar de algunos incentivos dichas emisiones, y a facilitar los procedimientos para que los bonos temáticos cuenten con una “vía rápida” a diferencia de los bonos ordinarios.

Sin embargo, sigue siendo una Ley de aproximadamente 25 años como lo es la Ley N. 7732, Ley Reguladora del Mercado de Valores, la que presenta el marco jurídico de estas emisiones, ya que los mismos no se diferencian de los bonos ordinarios a efectos del mercado costarricense.

Careciendo así de una seguridad jurídica tan necesaria para que nuevos inversionistas se acerquen al mercado, a la vez que dificulta el proceso de formación tan necesario en estos momentos de crecimiento de los bonos temáticos, ya que poder separarlos de los bonos ordinarios se vuelve una tarea compleja.

Por otro lado, una reforma importante es el uso de estos fondos para la financiación de “grandes inversiones es indispensable para el crecimiento y la competitividad de la economía”

(Brenes & Martínez, 2014; pág. 40). Particularmente, si con estos recursos podemos financiar la infraestructura del país. La obra pública que es tan necesaria para la calidad de vida de los habitantes, pero esencialmente, para el transporte de mercancías, y el flujo de miles de prestadores de servicios en el territorio costarricense.

Adicionalmente a esto, otras grandes obras podrían ser financiadas, tal y como lo ha venido haciendo el Instituto Costarricense de Electricidad en materia energética. Financiado proyectos hidroeléctricos con bonos verdes, o incluso el propio mantenimiento de sus proyectos; en el tanto una matriz energética 99% de fuentes limpias como la de Costa Rica, le permite acceder a estos recursos para obtener recursos.

Otras obras que podrían financiarse son las de vivienda, las cuales no solamente tienen un impacto social y por ende permitirán entrar como un bono social, pero que con el desarrollo de nuevas tecnologías la construcción de viviendas amigables con el ambiente, es una realidad cada vez más latente en el mercado inmobiliario. Situación que además solventará un aspecto importante de nuestro mercado de valores, y es que a partir de sus emisiones se genera “mayor generación de oportunidades de empleo” (Brenes & Martínez, 2014; pág. 40).

Ahora bien, nuestro mercado de capitales también requiere de un mayor acceso y apertura, para que ingresen nuevos inversionistas y que “mediante el enrutamiento de órdenes se de un verdadero acceso y democratización de los mercados, promoviendo los servicios ofrecidos por los puestos de bolsas y las sociedades administradoras de fondos de inversión” (Brenes y Martínez, 2014: pág. 41). Es decir, que mediante una mayor difusión de los servicios, mecanismos y estructura de nuestro mercado, se invite a nuevos actores a sumarse, generando nuevos posibles emisores e inversionistas.

En línea con lo anterior, el fortalecimiento de la supervisión que tiene la SUGEVAL, particularmente en “la labor educativa al público en general y la industria que participa del mercado” (Brenes y Martínez, 2014: pág. 42), se vuelve una tarea esencial, que debe ser institucionalizada y cuyo impacto genere modificaciones dentro del mercado.

Y es que puntualmente en materia de bonos temáticos, al ser algo que viene iniciando en el país, se tiene como “algo incipiente que requiere ser incentivado” (Anónima,

comunicación personal, 12 de mayo de 2022) y de lo cual aún se tienen muchas dudas sobre su manejo y requisitos.

Particularmente en términos de las taxonomías para definir un bono temático como tal y su categoría. Ya que si bien, el país cuenta con una, “realmente lo que la Bolsa Nacional de Valores ha hecho es permitir las emisiones a partir de los principios y taxonomías internacionales, adaptándolas al país” (Anónima, comunicación personal, 12 de mayo de 2022).

Siendo en este sentido, necesario y urgente “generar una mayor armonía entre las taxonomías internacionales y las nacionales” (Navarro, 2022). A fin de brindar mayor claridad a los actores nacionales, pero principalmente, al inversionista internacional, acostumbrado a la normativa internacional.

Y es que, al inversionista no le hacen falta incentivos, ni el país carece de condiciones para emitir. “Los recursos naturales, el sector turismo, la naturaleza, son condiciones que generan incentivos. También los riesgos climáticos, los océanos, motivan las emisiones. Pero nos falta definir una mayor estructura a nivel nacional” (Anónima, comunicación personal, 12 de mayo de 2022). Y si bien es algo en lo que se está trabajando actualmente, el tiempo de espera sigue costando recursos que no ingresan al país.

Ahora bien, también el rol de los actores habilitantes es fundamental, tal y como lo es el de la Bolsa de Valores de Costa Rica, que no solamente está altamente sensibilizada en estos temas, sino también muy comprometida; sin embargo esto es solo el primer paso. Lo que realmente es necesario, es “un sistema financiero que esté apuntado a ese tema” (Luján, V. comunicación personal, 13 de mayo de 2022).

Particularmente, porque si ese es el caso, el sistema bancario servirá como polea para atraer inversiones en esta materia y los demás actores serán facilitadores para que las emisiones temáticas de valor vayan tomando mayor espacio en el sistema, pero a la vez, fiscalizadores que las inversiones sean utilizadas adecuadamente.

Finalmente, la reforma más importante en nuestro sistema financiero es “la creación de un ecosistema de financiamiento sostenible. Incluyendo asesores con experiencia en el país

que guíen a las empresas, organizaciones, etc. Así como, un mayor apetito de los actores a estas inversiones, con una visión que financiar la sostenibilidad les hará más resilientes” (Luján, V. comunicación personal, 13 de mayo de 2022).

Estos aspectos se denotan cuando las personas expertas por institución en materia de bonos temáticos recaen en una o dos personas. Y el apetito de los inversionistas se encuentra dirigido a los bonos ordinarios, o en el peor escenario, a otros mercados en los que las emisiones costarricenses no se encuentran. Es necesario redirigir el foco a Costa Rica, mediante una mayor formación en esta materia y con un mayor atractivo de los impactos tanto ambientales, sociales, como en rendimiento de los proyectos a ser financiados.

5.2 Cambios en los actores del mercado

Si bien los cambios estructurales son indispensables y de los mismos manaran las condiciones para que las emisiones para que tanto emisores, como inversores, tengan las reglas del juego claras, y los incentivos necesarios para que los bonos temáticos se vuelvan el instrumento de desarrollo que son. Existen cambios en los actores que son indispensables para que sean una realidad, de lo contrario tendremos una oportunidad que ningún actor aprovecha.

Es frente a esto, que tanto los actores públicos, quienes en la actualidad dominan el mercado, deben ajustarse a las demandas de los bonos temáticos. Como los actores privados, que no solamente no se han hecho parte mayoritariamente en el mercado, pero que en contraste con otros mercados, es de quienes más se podría esperar y quienes mayor provecho pueden sacar de estos instrumentos.

Y es que como se ha reiterado los bonos temáticos son algo nuevo en el mercado, y si bien, de la mano de su desarrollo vendrá su incentivo, es fundamental que los actores vayan encontrando claridad “en la taxonomía y principios de inversión para que participen más inversionistas, y que se eduquen para generar que los inversionistas quieran participar con un sentido ambiental o social, que busquen inversiones con un fin específico, generando una cultura en torno a los bonos temáticos” (Brenes, M. comunicación personal, 12 de mayo de 2022).

Ahora bien, en lo que respecta al sector público, la dificultad no radica en el atractivo de las propuestas que se generan, sino que por el contrario, es la ejecución de los proyectos planteados.

“Tenemos muchas ideas, pero cuesta mucho pasar de la idea a la acción. Cuando los inversionistas salen a buscar proyectos solo encuentran ideas. Por ejemplo, Costa Rica tiene un Plan Nacional de Descarbonización, súper ambicioso y referente internacional, si se buscan los proyectos para hacer realidad este plan no existen, proyectos que se pueden financiar con bonos verdes. Pero todos los proyectos están solo en ideas, y es que hay una incapacidad del sector público de planificar y ejecutar proyectos, no existen capacidades ni unidades ejecutoras de proyectos” (Brenes, M. comunicación personal, 12 de mayo de 2022).

Es decir, el país cuenta con todo para que el sector público se vea financiado, sin embargo, existe una incapacidad en la formulación y gestión de proyectos que impide que los recursos ingresen a Costa Rica. Y de continuar bajo esta línea, tal y como menciona (Brenes, M. comunicación personal, 12 de mayo de 2022): “la plata esperando. Porque plata hay, porque sobra y hay plata suficiente para financiar proyectos de este tipo pero no traen proyectos”.

Por otro lado, el sector empresarial costarricense si tiene un gran capacidad de ejecución de proyectos, además de formulación de los mismos. Sin embargo, el gran problema radica en que los proyectos de bonos temáticos requieren cierto tamaño, y las propuestas “del lado del sector privado son de proyectos muy pequeños y para este mercado se requieren proyectos de cientos de miles o millones de dólares” (Brenes, M. comunicación personal, 12 de mayo de 2022).

En otras palabras, las propuestas del sector empresarial costarricense que ha intentado emitir bonos de valores, son propuestas micro, para cuyos intereses el mercado financiero ofrece créditos ordinarios. Los bonos temáticos, requieren de emisiones importantes, para que el rendimiento sea alto, y que por ende, sea atractivo para el inversionista. Ya que si bien, el interés ambiental o social puede primar, continúa siendo un bono y el retorno es indispensable, de lo contrario solamente estaríamos hablando de una donación o filantropía.

Finalmente, la madurez de los actores para este tipo de proyectos es trascendental, situación que si se encuentra en otros mercados. “La madurez para este tipo de proyectos en Costa Rica solo se encuentra en los bancos, o los fondos de pensiones, pero los fondos de Costa Rica son super conservadores, no los veo entrando aún en esta clase de emisiones y ampliando su portafolio” (Luján, V. comunicación personal, 13 de mayo de 2022).

Verbigracia de lo anterior, una necesidad histórica en el mercado de valores y en general de Costa Rica como país, ha sido dotar de “una mayor protección al ahorro de los trabajadores al permitir una mayor diversificación de los fondos de pensiones” (Brenes & Martínez, 2014; pág. 40). No obstante, contrario a esto, los fondos de pensiones costarricenses, tradicionalmente se han enfocado en comprar deuda del Estado y realizar algunas pocas inversiones en el extranjero. Siendo muy reacios a la inversiones en mecanismos con un mayor riesgo, o bien, a emisiones innovadoras como los son los bonos temáticos.

Incluso los fondos de pensiones costarricenses se han visto limitados por una normativa altamente conservadora para financiar la obra pública. Frente a esto, los bonos temáticos son una opción para que los ahorros de la clase trabajadora costarricense sean utilizados para financiar inversiones que tendrán no solamente un retorno financiero, sino además, social y ambiental para el país.

Se requiere de actores más abiertos a las nuevas emisiones en el mercado, con una visión innovadora y cuya madurez les de seguridad en estos instrumentos. Sin embargo, las condiciones tanto estructurales como de actores denotan que aún faltan condiciones importantes para que esto suceda.

5.3 A la espera de otras condiciones

Es lamentable considerar que existen recursos aguardando a que otras condiciones se den en un mercado de valores y en actores, que lo tienen todo, para que distintos inversionistas traigan sus recursos para financiar un desarrollo ambiental, social y sustentable en Costa Rica.

La estructura rígida del sistema, parece no ser colaborativa con las necesidades de los inversionistas y de los propios emisores. Parece ser que “los nublados del día” no permiten vislumbrar las oportunidades que pasan frente al país, y que terminan siendo redirigidas a países de la región latinoamericana o de otros continentes.

Una Ley moderna que sostenga estas emisiones es sin dudas necesaria para dotar de un marco jurídico más sólido. Mismo del cual se pueda derivar una armonía entre la taxonomía costarricense y la internacional, homogeneizando principios y permitiendo una mayor claridad para quienes quieren invertir en los proyectos nacionales.

Misma homogeneización que se debe dar entre la capacidad de formulación y ejecución de proyectos con la que cuenta el sector privado y carece el público; pero con los proyectos de gran calado y alto retorno que puede ofrecer el sector público costarricense y que el sector empresarial a fallado al acercarse a la Bolsa Nacional de Valores.

Los bonos temáticos son una herramienta innovadora que aún no alcanza a todos los países, pero que en poco tiempo lo hará. Y la competencia por las inversiones resultará exitosa para aquellos países con las mejores condiciones. En ese sentido, Costa Rica debe aprovechar las condiciones actuales, en las cuales incluso algunos de los inversionistas esperan a que el país tome las decisiones necesarias.

Capítulo VI

Conclusiones y Recomendaciones

6.1 Conclusiones

Llegado este punto, es menester señalar que los bonos temáticos continúan siendo una propuesta innovadora para el país, que de la mano de distintas acciones puede como

mecanismo alternativo de financiamiento, permitir que el Estado y las empresas obtengan recursos para financiar un desarrollo sostenible.

Permitiéndole además a Costa Rica cumplir con sus compromisos internacionales, no solamente de cumplir con el pago de sus deudas, transformando deuda cara en deuda barata, pero esencialmente, los compromisos de tipo ambiental. Como lo es alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible, los compromisos de la Agenda 2030 y financiar así acciones que potencien alcanzar objetivos como la educación de calidad, agua limpia, energía no contaminante, ciudades sostenibles, producción y consumo responsable, vida submarina y en los ecosistemas terrestres, entre muchas otras.

Alcanzando de esta forma, cumplir con las metas que como humanidad nos hemos propuesto para garantizar la supervivencia de nuestra especie por los próximos años. A la vez que se genera una calidad de vida, que de la mano del medio ambiente, promete un futuro más próspero para los seres humanos y la flora y fauna que nos rodea.

En ese sentido también es menester apuntar, que los bonos temáticos responden necesariamente a las necesidades comerciales de nuestro país. Particularmente, en la medida en que a través de un mercado (el de valores en este caso), se da el intercambio de un bien (capitales), los cuales permiten financiar inequívocamente el bienestar de la sociedad. Asimismo, el ingreso de estos flujos financieros al país, permite contrarrestar en parte las necesidades fiscales del Estado, a la vez que como toda inversión, permite subsanar los faltantes presupuestarios de la balanza de pagos costarricense.

Un primer corolario de este trabajo es que el mercado costarricense es inequívocamente, poco profundo. De lo cual resulta, que el mismo no tenga un alto nivel de competencia, aspecto fundamental para la emisión de los bonos temáticos, y en general de cualquier bono. No obstante, el mismo continúa siendo solvente y rentable para los actores que participan del mismo, y es ahí donde surgen las oportunidades para fortalecer el mismo, dotarlo de los recursos que requiere y potenciar instrumentos alternativos que generen valor a los actores y al país.

Ahora bien, alcanzar estas oportunidades no es cosa sencilla. En tanto, los rezagos históricos del país en materia de capitales, y la situación económica costarricense, no propician

necesariamente las condiciones esperadas. No obstante, en la medida en que el mercado de capitales se desarrolle más y genere mayor competitividad, las posibilidades de potenciar estos y otros instrumentos serán mayores y mejores.

Una opción para esto es generar mayor apertura del mercado, permitiendo de esta forma el ingreso de más actores mediante la eliminación de regulación. Ejemplo de esto, son los altos márgenes de intermediación financiera que se tiene en el país en comparación a los estándares internacionales. Los cuales de verse menguados, permitirán o incentivaría al menos, la participación de estos nuevos actores.

Sin embargo, por más apertura, nada cambiará realmente, si esto no se lleva de la mano de una labor de educación y sensibilización del público en general. A falta de una cultura de ahorro e inversión en el país, el mercado de capitales carece de actores que participen de forma activa. Por lo que el Estado asume un rol principal, contrario a la realidad internacional, y las empresas se limitan al endeudamiento con préstamos ordinarios.

Sin embargo, todos estos males no son razón para descartar los bonos temáticos en el país. Las condiciones de recursos naturales y sociales están para poder generar proyectos en esta línea, el liderazgo ambiental es uno de los estandartes de la nación costarricense, y el país cuenta con inversores dispuestos a dotar de recursos estas iniciativas.

En este sentido, se podría considerar contraproducente el actuar de estos inversores. No obstante, los bonos temáticos representan una nueva opción de inversión para estos actores, permitiéndoles alcanzar un rédito importante económicamente, pero principalmente la consecución de una ambiciosa agenda internacional en materia climática y política, como lo es la Agenda 2030, o en términos más nacionales; el Plan Nacional de Descarbonización.

Y es ahí donde reside el atractivo de los bonos temáticos. En sus condiciones para generar un impacto social y medio ambiental, que a la vez genera utilidades a los inversionistas. Permitiendo de esta forma, valorar incluso el uso de recursos públicos para esto. Utilizando de esta forma el erario público para generar un desarrollo que alcance a la sociedad en general.

Esto ha llevado entonces a que en Costa Rica se hayan realizado al menos siete emisiones, de las cuales seis provienen de iniciativa pública. Y si bien, al igual que en el

mercado internacional, los bonos verdes son el principal actor, el rol dominante del actor aparece como una situación disruptiva. Ya que son las iniciativas privadas las que en el mercado internacional dominan las emisiones temáticas de valor, frente a la hegemonía del Estado, y en especial de la banca pública de Costa Rica.

No obstante, uno de los mayores retos para Costa Rica es lograr una involucración real de los actores privados en esta materia. Frente a la dominancia del sector público en el sistema financiero costarricense en general, (situación que se replica en los bonos temáticos, tal y como se demostró en esta investigación), un involucramiento pleno del sector privado es necesario para alcanzar una implementación plena de estos instrumentos de valor.

Frente a esto, sin lugar a dudas, el reto principal es el costo asociado que enfrentarían las empresas, en especial las más pequeñas, de emitir bonos temáticos. Lo cual, aunado al alto riesgo de estas empresas, por razones de gobierno corporativo, tasa de mortalidad nacionales, o la crisis económica del país, presentan un panorama poco alentador para alcanzar esta integración del sector empresarial.

Por otro lado, es claro que la incertidumbre y el riesgo son parte constante del mercado de capitales, y si bien, la aversión al riesgo varía en los inversionistas y las variables que las ocasiona, existe una que es homogénea; la estructura y reglas del juego. Y en este sentido Costa Rica continúa teniendo importantes deudas pendientes en materia de bonos temáticos.

Corolario de esto, es que la falta de una regulación clara en esta materia, que dote de claridad y conocimiento a los actores involucrados, continúa siendo un resabio importante. En el tanto los principios y las taxonomías no han concluido su proceso de homogeneización, así como, de difusión. Creando de esta forma una especie de atmósfera permeada de desconfianza o inseguridad para los posibles inversionistas. Situación que no se ha podido solventar, a pesar de la promulgación de una legislación, la Ley 10.051 - Ley para potenciar el financiamiento y la inversión para el desarrollo sostenible, mediante el uso de valores de oferta pública temáticos.

Y es que la Ley 10.051 no tiene otro objetivo más que promover los bonos temáticos en la oferta pública, mediante incentivos, brindando un marco general, más no específico, de estas emisiones. Priorizando el brindar tiempos reducidos a estas emisiones, y condiciones

favorables frente al ente regulador, pero dejando de lado la regulación jurídica que es tan prioritaria en estos casos.

Dejando esta tarea a las regulaciones emitidas por la Bolsa Nacional de Valores y la SUGEVAL, quienes mediante la emulación de las taxonomías y principios internacionales han generado un marco normativo momentáneo. Situación que si bien permite una operatividad general, no responde a la realidad internacional, que es una normativa específica el mercado de valores y el país en general.

Esto parece hacer el llamado a una legislación más moderna que sostenga en su marco las emisiones de valor de uso temático, o en su defecto, un artículo transitorio en la legislación actual, que llame a los entes correspondientes a realizar una normativa para el país. Permitiendo de esta forma generar una armonía entre los intereses de los inversionistas y la taxonomía costarricense para los bonos temáticos.

Finalmente, el éxito de la potenciación de los bonos temáticos en el país pasa por los actores, esencialmente por los emisores, en el tanto, se puede concluir que existen inversores dispuestos a dejar sus recursos en el país, pero carecen de propuestas concretas por parte del sector público y atractivas por parte del sector privado.

El sector público costarricense continúa careciendo de capacidades de ofertar proyectos, a pesar que su oferta es amplia en ideas. A pesar de contar con múltiples compromisos internacionales, políticas públicas país, y leyes que fomentan el desarrollo de proyectos, estos no se concretan. Siendo trascendental en ese sentido fortalecer la capacidad estatal de formular y principalmente de ejecutar proyectos. A la vez que se fortalece al sector privado para que este pueda traer al mercado propuestas realmente atractivas para los inversores, con montos cuyas utilidades despierten interés y cuyos impactos sociales y ambientales sean medibles.

De alcanzar esto Costa Rica no solamente potenciará los bonos temáticos en su territorio, pero podrá financiar el desarrollo económico que tanto necesita, haciéndolo de la mano del medio ambiente, alcanzando el desarrollo sostenible que internacionalmente y a lo interno tanto se espera.

6.2 Recomendaciones

1. Una mayor apertura del mercado de capitales costarricense debe darse, dejando de lado el enfoque en la deuda pública, y fortaleciendo la participación del capital accionario y empresarial. Para lo cual, la disminución de las regulaciones, intermediaciones de los puestos de bolsa, y los costos asociados a las emisiones, son posibles soluciones para una democratización del mercado, que sume actores y que a su vez, ante el aumento de propuestas atraiga más inversiones, con recursos frescos para financiar al Estado y el sector privado del país.
2. Generar una actualización legal y normativa, que permita dotar de seguridad jurídica y procedimental a los actores asociados. La cual mediante la armonización de los principios internacionales que fungen como estándar mínimo y las taxonomías nacionales que establecen una regulación para las condiciones propias del mercado costarricense, permiten a los emisores e inversores operar con confianza; aspecto central de la economía y las finanzas.
3. Educar al país es una tarea obligatoria de la cual depende el éxito de las demás acciones. Sin embargo, este proceso no puede ser la reiterada recomendación de tantos estudios e informes, sino que por el contrario, la misma debe pasar por la creación de una cultura de financiamiento sostenible en el país. En la cual los actores generan proyectos con un impacto medible social, ambiental o ligados a la sustentabilidad. Y frente a la existencia de una cultura de inversión en el sector privado, y la eliminación de las reticencias conservadoras del mercado, los bonos temáticos encuentran un mercado dispuesto a aceptarlos, y sacar el mayor provecho de sus beneficios.
4. El sector público requiere de unidades ejecutoras de proyectos en sus distintos segmentos o instituciones. De lo contrario, los planes de desarrollo, las políticas públicas y los compromisos internacionales, continuarán en ideas y carecerán de propuestas de ejecución. Así las cosas, la conformación de equipos humanos interdisciplinarios, capaces de formular, gestionar y evaluar los proyectos debe ser una tarea prioritaria del Estado costarricense. No solamente para la potenciación de los

bonos temáticos, pero en esencia, para alcanzar las metas que como país se han propuesto.

5. Las empresas y la iniciativa privada en general son el actor central de la implementación efectiva y potente de los bonos temáticos en Costa Rica. Su compromiso por sumarse de lleno al mercado de valores, aumentando su aversión al riesgo y dejando los mecanismos tradicionales de financiamiento es esencial en este camino. Su capacidad en la ejecución de proyectos es comprobada en el éxito de una parte del parque empresarial costarricense, sin embargo, sus propuestas no siempre alcanzan las utilidades y los montos esperados por los inversionistas. Los bonos temáticos necesitan de un sector empresarial visionario que presenta proyectos con altos montos que generan importantes utilidades y cuyo impacto sea evidente en el ambiente y en la sociedad costarricense.

Referencias bibliográficas

ACIMED. (2004). Análisis documental y de información: dos componentes de un mismo proceso. La Habana, Cuba.
http://scielo.sld.cu/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S10249435200400020_0011

AED. (2021). ICE anuncia emisión de bonos verdes de oferta pública en Costa Rica. Alianza Empresarial para el Desarrollo.

<https://www.aedcr.com/noticias/ice-anuncia-emision-de-bonos-verdes-de-oferta-publica-en-costa-rica>

Banco Mundial. (2022). Sector financiero.

<https://www.bancomundial.org/es/topic/financialsector/overview>

BDO. (2022). Bonos temáticos en Colombia: ¿Sabes qué son los bonos temáticos? BDO Colombia.

<https://www.bdo.com.co/es-co/publicaciones/boletines-audit/¿sabes-que-son-los-bonos-tematicos>

Bolsa Nacional de Valores. (2021). Opciones para invertir.

<https://www.bolsacr.com/inversionistas/opciones-para-invertir>

Bolsa Nacional de Valores. (2020). Memoria Anual 2019.

https://www.bolsacr.com/sites/default/files/ServiciosTecnicos/memoria_anual_2019.pdf

Brenes, J. Martínez, J. (2014). El sistema financiero costarricense en los últimos 25 años: mercado de valores. Academia de Centroamérica. Monografía N° 3.

<https://www.academiaca.or.cr/wp-content/uploads/2017/03/mercado-de-valores.pdf>

Carrasco, G. (2004). Finanzas. Universidad de los Lagos. Primera Edición. Santiago, Chile.

http://elearning.ulagosvirtual.cl/libros/quinto_semestre/FINANZASOK.pdf

Climate Bonds Initiative. (2021). Green Finance Opportunities in Central America and The Caribbean.

https://www.bcie.org/fileadmin/bcie/espanol/archivos/inversionistas/banco_verde/CBI_CABEI_Report_final_version.pdf

Climate Bonds Initiative. (2019). América Latina y El Caribe: estado del mercado de las finanzas verdes 2019.

https://www.greenfinancelac.org/wp-content/uploads/2019/12/LatAm_SotM_19_ESP_Fin_al_03_print.pdf

Díaz, E. (s.f.). ¿Qué son los instrumentos financieros y cuantos tipos hay? IG. <https://www.ig.com/es/estrategias-de-trading/-que-son-los-instrumentos-financieros-y-cuantos-tipos-hay--210525>

Dulzaides, M. & Molina, A. (2004). Análisis documental y de información: dos componentes de un mismo proceso. Acimed. Volumen 12, N. 2. http://scielo.sld.cu/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1024-94352004000200011

Expediente 22.160. (2020). Ley para potenciar el financiamiento e inversión para el desarrollo sostenible mediante el uso de valores de oferta pública temáticos. San José, Costa Rica.

Fariza, I. (2020). América Latina se sube a la ola de los bonos verdes. <https://elpais.com/economia/2020-03-08/america-latina-se-sube-a-la-ola-delos-bonos-verdes.html>

GFL. (2022). Primer bono social emitido en Costa Rica inyectará capital a micro, pequeñas y medianas empresas. Green Finance for Latin America and the Caribbean. <https://greenfinancelac.org/es/recursos/novedades/primer-bono-social-emitido-en-costarica-inyectara-capital-a-micro-pequenas-y-medianas-empresas/>

Green Finance Latin America and the Caribbean. (2022). Bonos verdes, sociales y temáticos. <https://greenfinancelac.org/es/nuestras-iniciativas/bonos-verdes-sociales-y-tematicos/>

Gudiño, R. (2021). Deuda de Costa Rica creció en unos \$2,6 billones en cuestión de un año. La República. Edición 11 de enero de 2021. <https://www.larepublica.net/noticia/deuda-de-costarica-crecio-en-unos-26-billones-en-cuestion-de-un-ano>

Gutiérrez, B. (2001). Instrumentos financieros alternativos. <https://ciberconta.unizar.es/LECCION/nolucra4/nolucra4.pdf>

Hernández, C. & Rodesma, M. (2015). Análisis comparativo de la Normativa prudencial entre Costa Rica y México- Reglamentos y normas de las principales autoridades financieras presentes en cada país- La Comisión Nacional Bancaria y de Valores, CNBV y la Superintendencia General de Entidades Financieras, SUGEF. Tecnológico de Costa

Rica.

https://repositoriotec.tec.ac.cr/bitstream/handle/2238/6649/analisis_comparativo_normativa_prudencial_costa_rica_mexico_reglamentos.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Hernández, R. et al. (2003). Metodología de la Investigación. McGraw-Hill. México D.F. México.

Herrera, R. (2022). Seminario: Los bonos temáticos - instrumentos de financiamiento para atender los desafíos del cambio climático y el desarrollo sostenible en América Latina y El Caribe. Banco Nacional.

IPE. (2022). Sistema financiero. Instituto Peruano de Economía. Disponible en: <https://www.ipe.org.pe/portal/sistema-financiero/>

Londoño et al. (2016). Guía para construir estados del arte. International Corporation of Knowledge. Bogotá, Colombia.

Loría, M. (2013). El sistema financiero costarricense en los últimos 25 años: estructura y desempeño. Academia Centroamérica. San José, Costa Rica. <https://www.academiaca.or.cr/wp-content/uploads/2017/03/estructura-y-desempeno.pdf>

Ministerio de Economía y Finanzas. (2022). ¿Qué es bono? República de Perú. https://www.mef.gob.pe/es/?option=com_content&language=es-ES&Itemid=100789&view=article&catid=228&id=665&lang=es-ES

Ministerio de Hacienda de Chile. (s.f.). Mercado de Capitales. <https://old.hacienda.cl/glosario/mercado-de-capitales.html>

Naciones Unidas. (2015). Objetivos de Desarrollo Sostenible. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/objetivos-de-desarrollo-sostenible/>

Navarro, R. (2022). Una introducción a los bonos temáticos y su desarrollo en ALC. Seminario: Los bonos temáticos - instrumentos de financiamiento para atender los desafíos del cambio climático y el desarrollo sostenible en América Latina y El Caribe.

Otzen, T. & Monterola, C. (2017). Técnicas de muestreo sobre una población a estudio. Int.J.Morphol. <https://scielo.conicyt.cl/pdf/ijmorphol/v35n1/art37.pdf>

Rodríguez, D. & Valdeoriola, J. (s.f.). Metodología de la investigación. Universidad Oberta de Cataluña.

<http://myuvmcollege.com/uploads/lectura201109/Metodolog%C3%ADa%20de%20investigaci%C3%B3n-2064.pdf>

Rowntree, A. (2022). Departamento de sostenibilidad: sostenibilidad análisis de indicadores claves de desempeño / analista de datos para finanzas y bonos climáticos. Conferencia Virtual. <https://register.gotowebinar.com/recording/498007721648407041>

Solís, P. (2022). Seminario: Los bonos temáticos - instrumentos de financiamiento para atender los desafíos del cambio climático y el desarrollo sostenible en América Latina y El Caribe.

SUGEVAL. (2017). Que debo saber al ahorrar e invertir. Curso Libre Universidad de Costa Rica & SUGEVAL. <https://www.sugeval.fi.cr/noticiasyeventos/Eventos/2-Qué%20debo%20saber%20al%20ahorrar%20e%20invertir.pdf>

Anexos

Anexo N.1

Entrevista sobre los bonos verdes en Costa Rica

Fecha: 12 de mayo de 2022 Hora: 02:00 p.m.

Lugar (Virtual, Plataforma Teams):

Entrevistador: Josué Fernández Araya

Entrevistada (Anónima, Banco Central de Costa Rica)¹:

¿Qué rol están jugando los bonos temáticos en el escenario internacional?

“En los bonos temáticos hay que considerar no solamente la parte ambiental, sino también la social y la de gobernanza”. En términos de contexto general, es importante tomar en cuenta los objetivos, que en la parte climática habría que referirse al Acuerdo de París o los Objetivos de Desarrollo Sostenible. Inclusive en la parte de gestión de riesgos está muy especificado la parte de análisis de riesgo. Y la publicación de la información. Estos son tres aspectos a considerar en los bonos temáticos dentro del contexto global”.

“También hay que considerar la taxonomía, que es la clasificación de las actividades, de que es verdad y que no lo es. Así, como en los bonos los principios de emisión, además de la clasificación, el cumplimiento de que se requiere para emitir. Los emisores si son corporativos o si son de gobiernos, lo cual es relevante porque las emisiones actuales son corporativas y hay que desarrollar la de gobierno. La parte de inversionistas. Y el *greenwashing*, qué son esas emisiones verdes, que no necesariamente están cumpliendo con el objetivo de ser verdes”.

“En el país apenas estamos iniciando, de hecho habría que iniciar por la definición de una taxonomía. Que el país aún no la tiene, se está trabajando en eso. Lo que la Bolsa Nacional de Valores ha hecho es permitir las emisiones a partir de los principios y taxonomía internacional. A nivel nacional es algo muy incipiente que hay que incentivar”.

¿Existen condiciones en el mercado que fomenten implementar instrumentos alternativos, especialmente los bonos temáticos?

“La Bolsa Nacional de Valores tiene un marco establecido, ligado a normas internacionales, pero que al menos está dando un punto de partida”.

“Incentivos hay porque en recursos naturales, turismo, naturaleza, entre otros, son condiciones que generan incentivos. También los riesgos climáticos, la cercanía con los océanos. Esto incentiva o motiva la emisión. Pero lo que falta es definir una mayor estructura a nivel nacional, que es algo que se está trabajando actualmente”.

¹ La persona experta del Banco Central de Costa Rica que fue entrevistada solicitó no ser citada expresamente por nombre y apellidos.

¿Qué requisitos tienen para emitirse actualmente los bonos temáticos en Costa Rica?

“Para bonos verdes creo que la normativa está bajo la emisión de un bono específico, sin que sea verde o no. Además de los principios de la bolsa”.

¿Existen algunas medidas que el mercado financiero pueda tomar para potenciar el uso e impacto de los bonos temáticos?

“Dar mayor transparencia en el uso de los bonos. Generando un proceso más detallado para el emisor, para poder declarar y dar información del uso de los fondos”.

“La dificultad actualmente es que es algo muy nuevo, conforme se desarrolle se va a incentivar. Es muy importante tener a nivel nacional una taxonomía y principios de emisión, para que participen más inversionistas. Inclusive, la parte de la educación, para generar que los inversionistas quieran participar con un sentido ambiental o social, que busquen inversiones con un fin específico, generando una cultura en ese sentido”.

¿Cuáles necesidades de financiamiento pueden solventar actualmente los bonos temáticos?

“Se podrían utilizar los fondos para hacer investigación, financiamiento de parques nacionales, ecoturismo, temas hay muchos. El gobierno podría hacerlo, pero normalmente solo emite para pagar intereses o deuda, habría que valorar si un Ministerio de Hacienda tiene algún interés en emitir”.

¿Pueden los bonos temáticos financiar obras que fortalezcan el comercio en Costa Rica?

“Se podría financiar el turismo, el ICT por ejemplo o el gobierno financiando actividades del ICT, que pueda apoyar proyectos de desarrollo turístico, atracción de turismo en parques nacionales, investigación en cambio climático o el desarrollo de nuevas energías”.

¿Qué características describen el mercado de valores costarricense?

“Al compararlo con el mercado internacional no es un mercado tan desarrollado. No es tan común para las empresas costarricense financiarse con bonos, inclusive para los inversionistas, no es tan factible para los pequeños inversionistas nacionales participar del mercado”.

“Es un mercado para acceso a inversionistas y emisiones muy grandes. Se podría valorar que participen más fondos de pensiones u otras alternativas para que inversionistas pequeños tengan más margen de ingreso”.

¿Qué instrumentos se utilizan en el mercado de valores?

“Bonos de gobiernos, bonos corporativos, acciones, commodities están poco desarrollados pero hay, pero más que instrumentos son los actores los que por su poca diversidad limitan el desarrollo del mercado nacional”.

Anexo N.2

Entrevista sobre los bonos verdes en Costa Rica

Fecha: 12 de mayo de 2022 Hora: 04:00 p.m.

Lugar (ciudad y sitio específico):

Entrevistador: Josué Fernández Araya

Entrevistado (a) (María Brenes , BNV, Directora de negocios y relaciones corporativas):

“El tema de bonos temáticos lo introdujo en Costa Rica la BNV. En ese momento, nadie más hablaba de este tema. Esto se hizo porque las bolsas en el mundo han cambiado. En sus inicios, su función era básicamente maximizar el rendimiento para los inversionistas y proveer una infraestructura que facilitara las operaciones con transacciones. Ahora no se limita exclusivamente a esto, sino a generar valor a las diferentes partes interesadas o stakeholders”.

“A raíz de esto se determina que las bolsas deben jugar un rol más importante en la sostenibilidad de los países. Entonces a nivel internacional surge una organización llamada Iniciativa de bolsas de valores sostenibles (SSE, por sus siglas en inglés). Esta organización orienta y motiva a las diferentes bolsas a que se involucren en el desarrollo sostenible, a que promuevan dentro de sus mercados un mercado más sostenible e inclusivo”.

“En el 2018 la bolsa de Costa Rica, se incorpora a esta iniciativa, asumiendo un compromiso con la comunidad financiera nacional e internacional, de promover diferentes iniciativas desde

el mercado de capitales que de alguna forma contribuyan al desarrollo sostenible del país. Una de esas iniciativas que promueve e impulsa la Bolsa es el tema de las emisiones temáticas, no es el único esfuerzo o iniciativa, sin embargo los bonos temáticos si fueron la primera iniciativa que impulsa la BNV”.

“Los bonos temáticos se introdujeron a finales del 2018, sobre todo con los bonos verdes que son los más antiguos y más conocidos, así como los más transados a nivel internacional. Para esto, lo primero que se realizó fue investigar cómo funcionaban a nivel internacional y que hacían otras bolsas para introducirlos en su mercado. En ese esfuerzo, la Bolsa Mexicana fue quién guió al país. Con esto se creó una guía para orientar el trabajo que tienen que hacer las empresas emisoras que deseen financiarse a través de este instrumento”.

“Los bonos verdes se rigen por principios internacionales generalmente aceptados, que son emitidos por la Asociación Internacional de Mercados de Capitales. Esto quiere decir, que cualquier bono temático, como mínimo, debe cumplir con lo que establecen los principios de esta asociación. Estos son los estándares mínimos, porque hay otros más avanzados como los de la Climate Bond Initiative. El estándar que creó la BNV se basó en los principios de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales”.

“También a lo interno de la bolsa se quería poder identificar estos instrumentos del resto de bonos que se transan, entonces en el ISIN del instrumento (la cédula) hay un campo correspondiente a título valor, entonces en la BNV se tomó la decisión que en el espacio de tipo de valor se iba a poner una letra que facilitará la identificación que se trataba de un bono verde, que actualmente es una V. Este estándar también aplica para los bonos de renta variable, es decir, fondos de inversión verdes o temáticos”.

“Luego se creó una sección en la página web de la bolsa tendiente a sostenibilidad donde se recopiló toda la información sobre esta temática y los esfuerzos que está haciendo la Bolsa. Además de la capacitación y educación para todos los actores, trabajando la oferta y la demanda. Es decir a las empresas que requieren financiarse con este tipo de instrumentos y a los inversionistas para que participen de estos instrumentos. Y pues aún continuamos en este proceso de evangelización”.

“Nos hemos dado a la tarea de encontrar aliados estratégicos para dinamizar este mercado. Donde los actores multilaterales han sido fundamentales, tales como el BCIE, BID y el Banco

Mundial. Entidades que por su naturaleza les interesa desarrollar el mercado de bonos temáticos en CR”.

“El año anterior la Bolsa lideró un proyecto de ley denominado, Ley para potenciar el financiamiento y la inversión del desarrollo sostenible mediante valores de oferta pública temáticos. Esto se hizo porque al hablar con las empresas, muchas se quejaban de que no habían incentivos para transar más este tipo de instrumentos y no hay porque a nivel internacional no existen el mercado se mueve por oferta y demanda, no se requiere incentivar. Pero un mercado tan subdesarrollado como el nuestro si se requiere, y como es de interés de la Bolsa dinamizar el mercado de emisiones temáticas un proyecto como este era de mucho interés, todo con el fin de dinamizar estos instrumentos”.

“El tema de los bonos temáticos se enmarca dentro de un concepto más amplio de finanzas sostenibles, una tendencia muy reciente. Al ser muy nuevo los actores no están tan familiarizados y representa un reto su introducción en el mercado”.

¿Cuáles son los principales instrumentos emitidos en el mercado de capitales costarricense?

“Los bonos tradicionales u ordinarios, que son un instrumento para fondear una empresa y con el dinero recibido la empresa se fondea y le pagas a los inversionistas un interés. La diferencia con los bonos verdes, es que el bono ordinario se utiliza para cualquier cosa, incluso proyectos contaminantes. Los bonos temáticos me demandan que el proyecto beneficie a alguno de los 17 ODS”.

“Aparte de los bonos, están los fondos de inversión, es decir, el patrimonio de distintos inversionistas, se destinan a financiar proyectos. Y también hay acciones, aunque en Costa Rica, lo que se transa es muy poco, es menos del 1%, cuando el 98% son bonos. Lo que pasa es que cuando se hacen acciones lo que se está haciendo es abriendo el capital y permitiéndole al socio ser dueño también de la empresa”.

¿Qué condiciones o requisitos se tienen en el país para emitir los bonos temáticos?

“Dentro de los bonos temáticos hay distintos tipos, los verdes, sociales, sostenibles, de género, azules, naranja, etc. Todos funcionan igual y tienen los mismos requisitos. La única diferencia es el tipo de proyecto que van a financiar”.

“Todas las empresas que opten por un bono temático deben cumplir con los cuatro principios que solicita la Asociación Internacional de Mercado de Capitales, que son los mismos que se establecen en la Bolsa. El primer principio es que el dinero que captan de un bono temático debe ser destinado exclusivamente a este proyecto. El segundo, se debe tener muy bien establecido el proceso con el cual seleccionar el proyecto y se dieron cuenta que el proyecto calificada para las categorías de algún bono temático. Es decir tiene que demostrar porque el proyecto se enmarca en alguna categoría. El tercer principio tiene que ver con la administración del dinero, donde se le pide a la empresa que maneje el dinero del bono en una cuenta separada. Y el último, tiene que ver con informes, donde se le pide que de manera anual y durante el plazo de la deuda, le informe a los inversionistas el avance del proyecto y los giros del dinero, así como los beneficios”.

“El segundo requisito, es que el cumplimiento de estos principios debe estar verificado por un tercero independiente a la empresa emisora, quien certifica el cumplimiento de los principios. Esos son los dos requisitos principales que se deben cumplir para optar por un bono temático. Ahora todos los bonos, como cualquier otro, todas las empresas que vienen al Mercado de Capitales, también deben cumplir con otra serie de requisitos, deben presentar documentación ante el ente regulador, información financiera, deben tener un buen control interno y buenas prácticas de gobierno corporativo, deben someterse a una calificación de riesgo. Sobre todo, deben ser proyectos atractivos en monto y en relación riesgo-rendimiento a los inversionistas, proyectos muy pequeños no son de interés de los inversionistas, para eso están los bancos, al mercado de capitales se viene con proyectos grandes, con montos atractivos de al menos 7 millones de dólares para arriba, sin tope máximo”.

¿Cuáles emisiones se han dado en el país?

Además de las del Banco Nacional y el ICE, han emitido el Banco Popular y Promerica. Este último se colocó en Panamá. Los primeros tres lo han hecho en el país.

¿Por qué los actores públicos lideran la emisión de bonos temáticos?

“La cultura, aunque esto se va cambiando a poco. La pandemia frenó a muchas empresas que estaban por salir al mercado, esto afectó y ajustó las prioridades de muchas empresas. Los costos, ir al mercado a financiarse no es barato, sobre todo requisitos regulatorios costos y que no a todos les gusta”.

¿Qué acciones se pueden tomar para fomentar las emisiones de los bonos temáticos?

“El gran problema es la incapacidad de ejecución de proyectos. Tenemos muchas ideas, pero cuesta mucho pasar de la idea a la acción. Cuando los inversionistas salen a buscar proyectos no encuentran solamente ideas. Por ejemplo, Costa Rica tiene un Plan Nacional de Descarbonización, súper ambicioso y referente internacional, si se buscan los proyectos para hacer realidad este plan no existen, proyectos que se pueden financiar con bonos verdes. Pero todos los proyectos están solo en ideas, y es que hay una incapacidad del sector público de planificar y ejecutar proyectos, no existen capacidades ni unidades ejecutoras de proyectos”.

“Mientras no vengan con un proyecto concreto seguirá la plata esperando. Porque plata hay, porque sobra y hay plata suficiente para financiar proyectos de este tipo pero no traen proyectos”.

“Del lado del sector privado es que vienen con proyectos muy pequeños, y se requieren proyectos de cientos o millones de dólares”.

Anexo N.3

Entrevista sobre los bonos verdes en Costa Rica

Fecha: 13 de mayo de 2022 Hora: 03:00 p.m.

Lugar (ciudad y sitio específico):

Entrevistador: Josué Fernández Araya

Entrevistado (a) (Viviana Luján Gallegos, Gerente de Inversiones en Climate Asset Management):

¿Qué rol están jugando los bonos temáticos en el escenario internacional?

“Están los bonos más estándares, para financiar una construcción o algún tema de sostenibilidad de una empresa, para hay otros tipos de bonos sostenibles, que son los que están ligados a la realización de resultados, los llaman *impact bonds*”.

“Se están dando alianzas entre organizaciones privadas que emiten los bonos, y una institución de gobierno que es la que brinda la garantía, o bien, que administra los beneficios del bono”.

“En América Latina hay varios países avanzados. México ha utilizado más los bonos sociales que los ambientales por su facilidad de cuantificarlos, por el sistema de monitoreo y reportes. También han realizado emisiones desde la banca para poder financiar proyectos sociales o ambientales”.

¿Pueden los bonos temáticos financiar obras que fortalezcan el comercio en Costa Rica?

“No es tanto de para que se utilizará, porque el bono no es la solución a los problemas, la ventaja del bono es que termina acceder a entidades a las que no accedemos en el mercado tradicional. Pero tiene un costo de transacción bastante elevado que si sos una MIPYME no podría acceder. Es ahí donde tiene sentido que un banco emita el bono y que de ahí se financia emprendimientos por ejemplo”.

¿Qué condiciones tiene el mercado externo que no encuentran los inversionistas en el mercado costarricense?

“El mercado externo tiene un apetito más maduro para este tipo de proyectos. En Costa Rica solo los bancos podrían participar de este mercado, o los fondos de pensiones, pero los fondos de Costa Rica son super conservadores, no los veo entrando aún en esta clase de emisiones y ampliando su portafolio”.

¿Tienen en el exterior las empresas una mayor oportunidad en los bonos temáticos?

“Si hay oportunidad, pero se requiere una persona que pueda asesorar en esta materia, un asesor financiero que permita guiar. Porque en Costa Rica no hay mucha experiencia para poder guiar a las empresas en este mercado”.

¿Existen condiciones en el mercado que fomenten implementar instrumentos alternativos, especialmente los bonos temáticos?

“Uno de los actores habilitantes es una bolsa de valores sensibilizada en estos temas, cosa que Costa Rica tiene, pero esto es solo el primer paso. También ayuda, un sistema financiero que

esté apuntado a ese tema, porque vas a tener bancos nacionales que están buscando inversiones en ese sentido”.

“Se debe crear un ecosistema de financiamiento sostenible. Esto incluye asesores con experiencia en el país que puedan asesorar a empresas, organizaciones, etc. Y finalmente mayor apetito de los actores a estas inversiones, una visión que financiar la sostenibilidad les hará más resilientes, entre otras cosas”.

¿Cuáles necesidades de financiamiento pueden solventar actualmente los bonos temáticos?

“Obras de bien público que de alguna forma que no existe un flujo de capital de la entidad pública encargada de ese bien, y que le puedes poner un valor al servicio ecosistémico. Son necesidades financieras a las que les tienes que encontrar un retorno en el caso de los bienes públicos”.

“Construcción sustentable, sociales o con certificaciones. Transiciones energéticas o de flota vehicular”.

¿Cómo se valoriza un servicio ecosistémico?

“Cada servicio ecosistémico tiene un valor diferente. Por ejemplo un manglar tiene varios, uno sería la protección de las costas, si esto se mejora se disminuye el riesgo ante tormentas, entonces el valor depende de los ahorros en reconstrucción ante tormentas o en pérdidas. También en turismo, se mide en términos de ingreso, entre otros servicios que ofrece”.

“Los beneficios se pueden monetizar cuando se sabe cuanto es el valor y quien lo recibe, ya sea con un recibo, un cobro, u otras opciones”.