

ARTÍCULO CIENTÍFICO

El uso de los bonos sostenibles como medio para financiar proyectos de impacto social y ambiental. Un estudio comparado de Chile, Argentina y Bolivia

The use of sustainable bonds as a means to finance projects with social and environmental impact.

A comparative study of Chile, Argentina and Bolivia



Mgr. Abel Guiseppe Cossío Peña y Lillo

COMPÁS
EMPRESARIAL

Docente en las carreras de Derecho; Contaduría Pública;
Ingeniería Financiera y de Riesgos, Universidad Privada del Valle,
sede La Paz, Bolivia
acossiop@univalle.edu

Recibido: 09/06/2023

Revisado: 29/06/2023

Aceptado: 30/06/2023

Cita: Cossío Peña y Lillo, A. G. (2023). El uso de los bonos sostenibles como medio para financiar proyectos de impacto social y ambiental. Un estudio comparado de Chile, Argentina y Bolivia, 14 (36), pp. 7-29

Nota: Los autores declaran no tener conflicto de intereses con respecto a esta publicación y se responsabilizan de contenido vertido en este documento.

Fuentes de financiamiento: Esta investigación fue financiada con fondos de los autores. Esta obra está bajo una licencia internacional Creative Commons Atribución 4.0.

RESUMEN

En el marco del desarrollo sostenible, los países buscan fomentar el crecimiento económico, a la par de garantizar la preservación del medio ambiente y respetando la variable social. Promoviendo la articulación de tres factores relevantes a la sostenibilidad, a través de las empresas de triple impacto. El presente estudio plantea indagar de qué manera estas variables se expresan en los países. Para ello, se realizó un estudio de los bonos sociales, verdes sociales y sustentables, colocados en las bolsas de valores, como un medio de verificación específico de ese relacionamiento. Para lograr profundidad en el estudio, se desarrolló un estudio comparado de tres países, Chile, Argentina y Bolivia, con base al método jurídico descriptivo que buscó establecer la correlación de la colocación de créditos y la emisión de Títulos Valores en el mercado bursátil nacional. En los resultados se detectó que en los dos primeros casos se cumple la correlación, pero en el caso de Bolivia aún está en proceso.

Palabras claves: Financiamiento, Microcréditos, Bolivia, Impacto Social y Ambiental.



Esta obra está bajo una licencia internacional [Creative Commons Atribución 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).
Derechos de autor 2023: Abel Guiseppe Cossío Peña y Lillo.

Summary. Within the framework of sustainable development, countries seek to promote economic growth while ensuring the preservation of the environment and respecting the social variable. They aim to promote the integration of three relevant factors for sustainability through triple impact companies. This study aims to investigate how these variables are expressed in countries. To achieve this, a study was conducted on social, green, and sustainable bonds placed in stock exchanges as a specific means of verification of this relationship. In order to achieve depth in the study, a comparative study of three countries, Chile, Argentina, and Bolivia, was conducted based on the descriptive legal method, which aimed to establish the correlation between the placement of credits and the issuance of securities in the national stock market. The results revealed that in the first two cases, the correlation is established, but in the case of Bolivia, it is still in progress.

Keywords: Financing, Microcredits, Bolivia, Social and Environmental Impact.

1. INTRODUCCIÓN

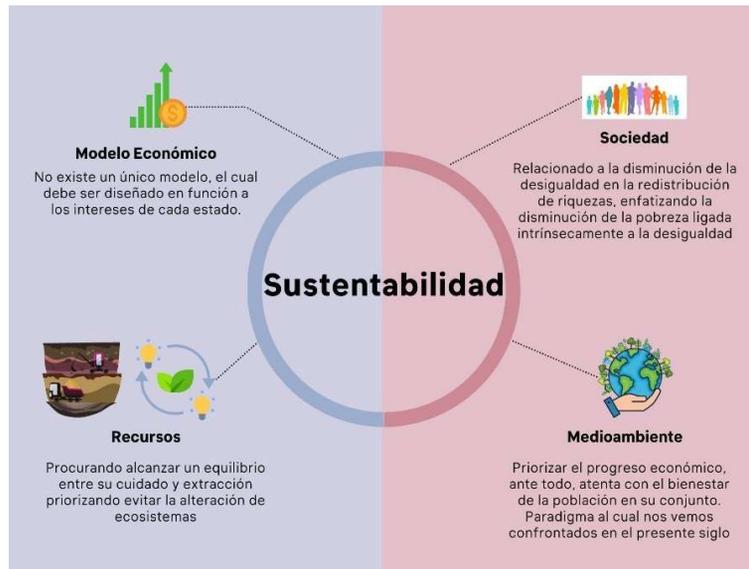
Entre los retos que deberán ser afrontados en el devenir del presente siglo, está alcanzar los objetivos de la Agenda 2030 para el desarrollo sostenible, establecidos por la Asamblea General de las Naciones Unidas (ONU). Para cuyo fin es importante considerar la necesidad de efectuar cambios e innovaciones en la forma en la que se desarrolla las actividades en el planeta para fomentar protección y cuidado ambiental a nivel mundial (Panceri, 2021).

Las empresas demandan, en su gran mayoría, el uso de recursos naturales renovables y no renovables para sus actividades industriales, lo cual genera un impacto en el hábitat que afecta el espacio para el desarrollo de las futuras generaciones. El medio ambiente es un concepto amplio que incluye no solo los recursos naturales sino también otros elementos como la biodiversidad y los ecosistemas, lo que conlleva, a entender que los recursos naturales son una parte importante del medio ambiente y por medio del cual nosotros buscamos satisfacer nuestras necesidades. En consecuencia, su cuidado, protección y explotación deberán ser de manera responsable a cuyo fin peritan garantizar la sostenibilidad del medio ambiente (Sánchez, 2019). Los estados han comprendido la necesidad de contar con un marco regulatorio de protección para la naturaleza. Este paradigma debe ser afrontado mediante una nueva matriz económica que promueva un cambio en la visión y en las políticas de cada Estado con base en el concepto de sustentabilidad (Nigro *et al.*, 2011). Por consiguiente, la matriz estará compuesta por la

interconexión y equilibrio entre los siguientes factores: modelo económico, recursos, la sociedad y el medio ambiente (Nigro *et al.*, 2011).

Todo ello acorde a la siguiente figura (cuatro componentes de la sustentabilidad) que refleja la interacción entre del concepto de sustentabilidad con los cuatro factores citados:

Figura N°1. Los cuatro componentes de la sustentabilidad



Elaboración propia, con base en Pancceri, 2021.

En ese contexto, surge el concepto de "economía sustentable", que puede ser entendido en relación con la definición de desarrollo sostenible, planteado en el Comisión Brundtland, de 1987. Es decir, lo que conlleva a entender que el cuidado de la naturaleza es fundamental para garantizar el crecimiento económico. Por consiguiente, el medio ambiente deberá ser protegido de forma conjunta desde una óptica legal y desde una óptica económica, precautelando el uso de los recursos naturales de forma inteligente y responsable (Foladori & Pierri, 2005), sin perder la objetividad de que las necesidades presentes no deben comprometer la capacidad de gozo de las generaciones futuras. (Naciones Unidas, 1987).

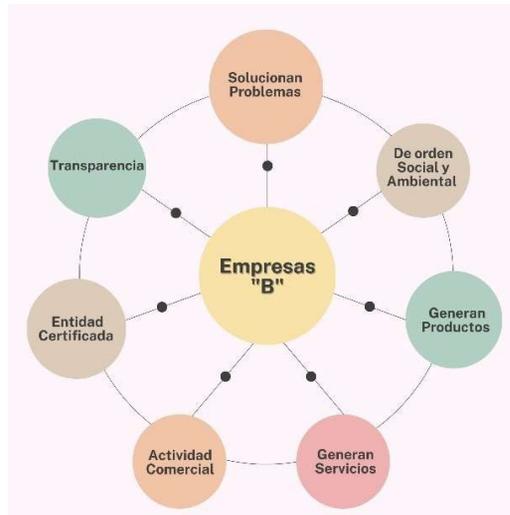
El presente documento no tiene como propósito abordar las diferentes concepciones y oposiciones doctrinales entre el desarrollo sustentable y el desarrollo sostenible. Sin

embargo, a fin de clarificar su aplicación el presente estudio se limitará a exponer los tres pilares establecidos en la Conferencia de las Naciones Unidas celebrada en Río de Janeiro, de 2012:

(...) Los objetivos de desarrollo sostenible deben servir de base para las políticas de desarrollo sostenible y la participación efectiva en la economía verde. Los objetivos deben ser universales, pero también dar cabida a las diferencias nacionales. Además han de tener plazos concretos y ser mensurables, y su logro debe seguirse muy de cerca. Podrían establecerse objetivos en los *ámbitos* de la alimentación, el agua, la energía, la agricultura y los océanos, pero sin menoscabar los esfuerzos que se están realizando para alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio. Los objetivos de la agenda para el desarrollo después de 2015 deberían integrar los tres pilares del desarrollo sostenible: el económico, el social y el ambiental (...) (Río de Janeiro, 2012).

Las empresas de triple impacto

Tomando en cuenta el trasfondo de la determinación de orden internacional, los países miembros asumen voluntariamente la obligación de proyectar el uso de los tres principios (económico, social y ambiental) de forma unísona. El sector privado impulsa ese aspecto por intermedio de las empresas “B”, también denominadas empresas de triple impacto, cuyas características se encuentran resumidas en la siguiente figura:

Figura N°2, Características de las Empresas B

Elaboración propia, con base en (Cámara Argentina de Comercio y Servicios, 2017).

El panorama empresarial conlleva la constante adaptación, las Empresas B, se destacan como agentes de cambio y disrupción a nivel mundial tomando en cuenta que la simple búsqueda obtener beneficios económicos, no es el espíritu primordial. Por el contrario, la visión de transformar las reglas del juego en sus respectivas industrias. A través de su enfoque ético y su dedicación por el bienestar social, desafían las prácticas tradicionales y promueven la adopción de modelos más sostenibles y responsables, en función a un enfoque centrado en la ética y la innovación. (Abramovay *et al.*, 2013)

La presente investigación asume la siguiente definición de las empresas B: Las empresas de triple impacto representan un nuevo enfoque empresarial caracterizado por su visión de largo plazo y su compromiso con la sostenibilidad. Estas organizaciones se diferencian al trascender la búsqueda exclusiva de beneficios económicos rentables, al integrar el desarrollo social y el equilibrio medioambiental en sus objetivos fundamentales. A través de la modificación de sus estatutos, demuestran transparencia y compromiso al incluir de manera explícita metas ambientales y sociales. Asimismo, estas empresas combinan estratégicamente la innovación social, generando beneficios económicos sin comprometer los recursos existentes desde una perspectiva social, al mismo tiempo que reducen su impacto ambiental. Su enfoque se orienta a lograr soluciones autosustentables y escalables tanto para ellas mismas como para las

comunidades en las que operan, promoviendo un desarrollo empresarial sustentable y equitativo que genere un impacto positivo en los ámbitos social, económico y medioambiental. (Bom-Camargo *et al.*, 2019).

En ese contexto, la presente investigación plantea analizar de qué manera los proyectos de triple impacto o “empresas B” ligados a la sustentabilidad están vinculados a los bonos sostenibles, como instrumentos concretos en los que se expresa esa relación. Este tema cobra interés tomando en cuenta que en los países existe interés por promover el uso de los bonos sostenibles como una forma de financiamiento de los proyectos sociales y ambientales.

Para el propósito de esta investigación, se entenderá por Bonos Sostenibles a aquellos valores de renta fija que representan una obligación de deuda a largo plazo contraída por una Entidad Emisora, donde los recursos serán exclusivamente destinados para financiar o refinanciar una combinación de Proyectos Verdes y Proyectos Sociales. Los Proyectos Sostenibles, por su parte, son aquellos proyectos que buscan generar impactos positivos ambientales, como en la sociedad. La evaluación de un proyecto sostenible se realiza para identificar, evaluar y monitorear los posibles impactos en la sociedad y en el medio ambiente (Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, 2022b).

2. METODOLOGÍA

Para este estudio, se realizará un análisis comparado de tres países que promueven el tema ambiental desde su legislación y se observará también la intermediación financiera, el mercado bursátil y la comparación en volumen y objetivos de financiamiento mediante la emisión de bonos. En ese sentido, se eligieron los casos de Chile y Argentina.

En este trabajo se pretende observar la correlación entre los microcréditos, la bolsa de valores y los proyectos de alcance social y ambiental, empleando como instrumento de investigación el relevamiento de la información documental, centrado en fuentes gubernamentales, la información publicada por la Asociación de Instituciones Financieras de Desarrollo (FINRURAL) y la información proporcionada por las Bolsas de valores de Bolivia, Chile y Argentina.

Por tanto, la investigación tendrá un diseño jurídico descriptivo, con el propósito de “acercarse a su objeto y conocerlo tal cual es (...)” (Álvarez Undurraga, 2002).

3. DESARROLLO

Análisis del caso chileno

La República de Chile cuenta con la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), que es el ente regulador para el mercado de dicho país, institución que establece las bases genéricas del mercado bursátil, trabajando de forma paralela y/o conjunta con la denominada Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) entidad que procedió a la publicación de la denominada la guía del segmento de instrumentos de deuda sostenibles en la bolsa de comercio de Santiago de diciembre 2020, estableciendo tres tipos de definiciones correspondientes a instrumentos de deuda: verdes, sociales y vinculados a la sostenibilidad. (Superintendencia de Valores y Seguros, 1989), (Comisión para el Mercado Financiero, 2021), (Bolsa de Comercio de Santiago, 2018), (Bolsa de Comercio de Santiago, 2020).

- “(...) Teniendo como antecedente lo anterior, es posible entender que los instrumentos de deuda verdes tienen directa relación con el financiamiento de los llamados “proyectos verdes”, los cuales están referidos a proyectos que representan beneficios para el medio ambiente, como por ejemplo, proyectos relacionados a transporte, energía, agua, construcción, residuos y control de contaminantes, y agricultura, entre otros. Por lo anterior, también es correcto mencionar que existen instrumentos de deuda verdes que pueden financiar paquetes de proyectos (...)” (Bolsa de Comercio de Santiago, 2020).
- “(...) Los “Social Bond Principles” los definen como “bonos cuyos recursos serán exclusivamente utilizados para financiar o re-financiar, en parte o en su totalidad, proyectos sociales elegibles, ya sean nuevos y/o existentes, y que estén alineados con los cuatro componentes principales de los SBP (...)” (Bolsa de Comercio de Santiago, 2020).
- “(...) Los Bonos Vinculados a la Sostenibilidad (“SLB” por su sigla en inglés, Sustainability Linked Bonds) son bonos cuyas características financieras pueden variar dependiendo de si el emisor logra objetivos de sostenibilidad ESG dentro de una línea de tiempo predefinida. Los emisores se comprometen explícitamente a futuras mejoras en los resultados de sostenibilidad mediante el establecimiento de objetivos de rendimiento de sostenibilidad, los cuales se contrastan con indicadores claves de desempeño (KPI’s), y una de las diferencias con los bonos verdes o sociales,

es que este tipo de bonos permite que los recursos obtenidos producto de la emisión sean utilizados para fines generales (...)” (Bolsa de Comercio de Santiago, 2020).

Tomando como puntos de interés los siguientes criterios: los emisores, montos de emisión en peso chileno, la categoría de proyecto financiado, fecha de colocación y tasa, en Chile, se efectúa un resumen de los bonos verdes, sociales y sostenibles vigentes emitidos por privados, sin considerar o tomar en cuenta que Chile ha procedido a emitir bonos soberanos sostenibles en la gestión 2022 a nivel internacional.

Acorde a la información proporcionada por el Ministerio de Hacienda de Chile, el referido país emitió US\$ 4.000 millones en bonos sostenibles en enero del 2022. Considerando esta emisión, los bonos ESG (cuyas siglas implican la clasificación de instrumentos verdes, sociales, sostenibles vinculados a la sostenibilidad) suma de dinero que representa el 28,3% del total del stock de deuda del Gobierno de Chile (Ministerio de Hacienda, Chile, 2022).

Figura 5. Resumen de categorías y montos de emisión en Bolsa

Emisor	Monto vigente en peso chileno	Categoría de proyecto	Fecha de colocación	Tasa (%)
LOS HÉROES	33,075,920,160.00	Créditos sociales	15/06/2022	4,55
LOS ANDES	59,654,819,647.00	Acceso a servicios financieros	07/07/2022	4,00
ILC	57,274,685,857.00	Financiamiento a pymes y generación de empleo	05/09/2019	0,36
SONDA	42,164,793,369	Eficiencia energética	17/10/2019	0,37
CMPC	244,110,182,580	Productos ecoeficientes y/o adaptados a la economía circular	18/10/2022	3,54
LOS ANDES	20,423,152,299	Financiamiento del régimen de crédito social	09/11/2022	9,20

Fuente: Elaboración propia, con base en información proporcionada por la Bolsa de Valores de Santiago, febrero 2023.

Analizando la información recopilada, independientemente de los importantes de la emisión, lo que se debe resaltar son las categorías de proyectos que son financiados mediante emisión de los bonos desmaterializados e inscritos en la Bolsa de valores de Santiago. Asimismo, es de relevancia destacar el marco regulatorio establecido que emplea el uso de definiciones internacionales en vez de adaptar traducciones o interpretaciones del alcance de los tecnicismos de la materia. Dicha practicidad jurídica acarrea una evidente colaboración por el regulador (CMF) a facilitar la interconexión de las operaciones locales con financiadores internacionales, quienes fomentan una diversidad de proyectos de inversión en beneficio de la población en su conjunto que es beneficiada por la rotación económica, el financiamiento o refinanciamiento, total o parcial, de proyectos verdes elegibles en función a las siguientes categorías:

- Energías renovables; eficiencia energética; prevención y control de la contaminación; gestión ambientalmente sostenible de los recursos naturales vivos y del uso de las tierras; transporte limpio; gestión sostenible del agua y de las aguas residuales; productos, tecnologías y procesos de producción adaptados a la economía circular y/o productos ecoeficientes certificados; edificios verdes (Comisión para el Mercado Financiero, 2022).

Análisis del caso argentino

El marco regulatorio conlleva la aplicabilidad de la Ley de Mercado de Capitales N°26.831 de 28 de diciembre de 2012 y la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores (CNV) existiendo dos instrumentos relevantes a la materia analizada en la presente investigación: a) Resolución General N°788/2019 y b) La Resolución General N°896/ 2021 fecha 8 de julio de 2021. (Resolución General 896 CNV, 2021). De esta forma la Comisión Nacional de Valores cuenta con las siguientes definiciones:

- (...) Bonos verdes: son definidos por los GBP como “cualquier tipo de bono en el que los fondos se aplicarán exclusivamente para financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad, Proyectos Verdes elegibles, ya sean nuevos y/o existentes, y que estén alineados con los cuatro componentes principales de los GBP”. Los componentes principales de este tipo de Valores Negociables son: uso de los fondos, proceso de evaluación y selección de proyectos, gestión de los fondos y publicación de informes (...) (Comisión Nacional de Valores, 2021).
- (...) Bonos sociales: son definidos por los SBP como “cualquier tipo de bono en el que los fondos se aplicarán exclusivamente para financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad, Proyectos Sociales elegibles, ya sean nuevos y/o existentes, y que están alineados con los cuatro componentes principales de los SBP”. Los emisores deben identificar claramente el proyecto social y la/s población/es para la/s cual/es se obtendrá/n resultados socioeconómicos positivos estimados, así como también el impacto social esperado que resultará de los proyectos a los que se han asignado los fondos obtenidos de dichos Bonos (...). (Comisión Nacional de Valores, 2021)
- (...) Bonos sustentables: son aquellos que financian una combinación de proyectos verdes y sociales (...) (Comisión Nacional de Valores, 2021).
- (...) El revisor externo independiente es un especialista en la materia que acredita que la emisión se encuadra dentro de los cuatro componentes de los Principios de ICMA. De esta manera, dicha evaluación, que puede ser realizada

antes de la emisión, así como también de forma posterior para revisar los reportes de impacto, otorga credibilidad y certeza, principalmente, sobre el posible impacto ambiental y/o social del uso de los fondos (...) (Comisión Nacional de Valores, 2021).

La presente investigación se analizaron las cuarenta (40) emisiones de Bonos verdes, sociales y sostenibles (SVS) efectuadas en Argentina, empleando como puntos de interés: las categorías de emisión; montos y moneda (peso argentino, dólares americanos y unidad de valor adquisitivo) de cada emisión; Rango de fechas de colocación. A continuación, se efectúa un resumen de los bonos SVS vigentes emitidos por privados reportados por la denominada Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) acorde al siguiente gráfico:

Figura 6. Resumen de categorías y montos de emisión en Bolsa

Categoría de bonos S.V.S.	Montos totales	Monedas de emisión	Rango fechas de emisión
Sociales	2.976.000.000,00	ARG	Dic 2020 a Feb 2023
	3.000.000,00	USD	
Sustentables	180.000.000,00	ARG	Feb 2020 a Dic 2022
	85.000.000,00	USD	
	26.576.111,00	UVA	
Verdes	5.387.478.000,00	ARG	Ago 2021 a Feb 2023
	879.120.667,00	USD	

Fuente: Elaboración propia, con base en la información proporcionada Bolsas y Mercados Argentinos, febrero 2023.

Analizando la información recopilada, el primer elemento que resalta es el uso de tres tipos de parámetros monetarios: la moneda local; dólares americanos; unidad de valor adquisitivo. Asimismo, de forma similar a la bolsa de valores de Santiago, la BYMA establece la creación de tres tipos de categorías sobre las cuales procede la emisión

de bonos: sociales; verdes; sustentables. En relación con el marco normativo, se resalta la simplicidad del reglamento emitido por el este regulador (CNV) que emplea definiciones internacionales, sin la necesidad de adaptar traducción o interpretaciones. Conducentemente, el regulador emplea el uso de las declaraciones de impacto ambiental y/o social correspondiente a los principios demarcados por la Asociación Internacional de Mercado de Capitales (ICMA). Asimismo, referente a las categorías de proyectos y/o modalidades aceptadas emplea dos fuentes internacionales los criterios reconocidos por los Principios de Bonos Verdes (GBP) y los Principios de Bonos Sociales (SBP). (Comisión Nacional de Valores, 2019).

Análisis del caso boliviano

El 30 de diciembre de 2022, la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), el ente regulador del mercado de valores en Bolivia emitió la Circular N° ASFI/749/2022, que modificó el Reglamento de Registro de Títulos Valores incluyendo la posibilidad de emitir bonos sostenibles que financien de forma conjunta proyectos sociales y ambientales en Bolivia.

Figura 7. Tipos de bonos



Fuente: Elaboración propia, con base en Circular ASFI, 2022.

Consecuentemente, la circular ASFI/749/2022 realiza la inclusión de la definición de bonos y su correlación con proyectos específicos:

- (...) b. Bonos Sociales: Son valores de renta fija que representan una obligación de deuda a largo plazo contraída por una Entidad Emisora, cuyos recursos serán exclusivamente destinados para financiar o refinanciar proyectos nuevos o existentes que sean elegibles como Proyectos Sociales; c. Bonos Sostenibles: Son valores de renta fija que representan una obligación de deuda a largo plazo contraída por una Entidad Emisora, donde los recursos serán exclusivamente destinados para financiar o refinanciar una combinación de Proyectos Verdes y Proyectos Sociales; d. Bonos Verdes: Son valores de renta fija que representan una obligación de deuda a largo plazo contraída por una Entidad Emisora, cuyos recursos serán exclusivamente destinados para financiar o refinanciar proyectos nuevos o existentes que sean elegibles como Proyectos Verdes (...) (Circular ASFI, 2022).
- (...) m. Proyectos Sociales: Aquellos proyectos que buscan generar impacto positivo en el bienestar de un determinado colectivo social; n. Proyectos Sostenibles: Aquellos proyectos que buscan generar impactos positivos ambientales, como en la sociedad. La evaluación de un proyecto sostenible se realiza para identificar, evaluar y monitorear los posibles impactos en la sociedad y en el medio ambiente; o. Proyectos Verdes: Aquellos proyectos que buscan beneficios ambientales específicos sujetos a evaluación y cuantificación (...) (Recopilación de Nomas para el Mercado de Valores, 2023). (Circular ASFI, 2022).
- Revisor Externo: Empresas de Revisión Externa o Empresas de Auditoría Externa, acreditadas en la Asociación Internacional del Mercado de Capitales o ICMA (International Capital Market Association) e inscrita en el RMV de ASFI, las cuales realizan trabajos de revisión externa a las emisiones de Bonos Verdes, Sociales y/o Sostenibles (Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, 2022b).

Bolivia cuenta con la base jurídica para la emisión de bonos sociales, verdes y sostenibles, pero no existe ninguna emisión de títulos valores en base a los parámetros descritos. Efectuado el análisis respectivo se debe establecer los siguientes elementos contraproducentes: emplea definiciones traducidas del marco normativo internacional; establece la necesidad de un doble registro para los revisores externos (uno nacional y otro internacional). Se debe resaltar la intención del regulador (ASFI) en la inclusión

de este tipo de emisiones de deuda para financiar proyectos de alcance nacional. No obstante, no es posible dejar de lado las incongruencias generadas por la Circular N° ASFI/749/2022.

Independientemente de los inconvenientes descritos, sobre los cuales la presente investigación no ingresara en mayor análisis toda vez que para su resolución es necesaria la creación una propuesta de modificación normativa que sea emitida por el regulador, aporte que podrá ser abordado mediante otra investigación. Sin embargo, a modo de rescatar los elementos positivos de la Circular N° ASFI/749/2022, se destaca uno de los actores nacionales tendría la capacidad de ejecutar y emplear la emisión de bonos: Verdes; Sociales; Sostenibles, son las denominadas Instituciones Financieras de Desarrollo (IFD), que son definidas acorde el Art. 273 de la Ley N°393:

(...) La Institución Financiera de Desarrollo es una organización sin fines de lucro, con personalidad jurídica propia, creada con el objeto de prestar servicios financieros con un enfoque integral que incluye gestión social, buscando incidir favorablemente en el progreso económico y social de personas y organizaciones, así como contribuir al desarrollo sostenible del pequeño productor agropecuario, piscícola y forestal maderable y no maderable, y de la micro y pequeña empresa, principalmente del *área* rural y periurbana (...) (Ley de Servicios Financieros, 2013).

Tomando en cuenta la información pública reportada por la ASFI, a la fecha, cuentan con licencia de funcionamiento nueve (IFD) a nivel nacional. El presente trabajo, emplea la investigación reportada por FINRURAL correspondiente al universo de usuarios alcanzados y disgregados a nivel nacional, acorde al siguiente cuadro:

Figura N°8: Número Instituciones registradas y cantidad de clientes alcanzados a nivel nacional y departamental.

INSTITUCIÓN	URBANO		RURAL		NACIONAL		TOTAL CLIENTES
	HOMBRES	MUJERES	HOMBRES	MUJERES	HOMBRES	MUJERES	
CIDRE	6,943	5,852	8,348	3,461	15,291	9,313	24,604
CRECER	38,614	107,528	27,689	74,780	66,283	182,308	248,591
DIACONIA	31,316	31,915	13,032	7,107	44,348	39,022	83,370
FONDECO	457	1,419	484	1,046	941	2,465	3,406
FUBODE	14,094	30,091	5,912	6,305	20,006	36,396	56,402
IDEPRO	5,492	7,821	2,923	2,313	8,415	10,134	18,549
IMPRO	1,349	1,536	198	239	1,547	1,775	3,322
PRO MUJER	32,338	82,929	4,252	11,172	36,590	94,101	130,691
SARTAWI	7,971	15,412	7,108	8,368	15,079	23,780	38,859
TOTAL	138,574	284,503	69,926	114,791	208,500	399,294	607,794

DEPARTAMENTO	URBANO		RURAL		NACIONAL		TOTAL CLIENTES
	HOMBRES	MUJERES	HOMBRES	MUJERES	HOMBRES	MUJERES	
BENI	4,480	20,022	4,527	8,712	9,007	28,734	37,741
CHUQUISACA	10,184	15,324	4,148	6,659	14,332	21,983	36,315
COCHABAMBA	17,954	34,707	12,888	15,854	30,842	50,561	81,403
LA PAZ	45,016	77,683	24,247	34,468	69,263	112,151	181,414
ORURO	14,247	20,410	5,982	7,613	20,229	28,023	48,252
PANDO	1,604	4,039	744	1,402	2,348	5,441	7,789
POTOSI	10,319	18,614	6,521	7,732	16,840	26,346	43,186
SANTA CRUZ	24,106	70,755	9,258	29,479	33,364	100,234	133,598
TARIJA	10,664	22,949	1,611	2,872	12,275	25,821	38,096
TOTAL	138,574	284,503	69,926	114,791	208,500	399,294	607,794

Fuente: Finrural, 2022.

A la fecha, cuatro de las nueve IFD obtienen parte de su finamiento por intermedio de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV), a través de la titularización de su cartera de créditos que deriva en la emisión de deuda materializada en Bonos. El monto total de financiamiento registrado por la BBV es de Bs. 692,538,238.00 (Seiscientos Noventa y Dos Millones Quinientos Treinta y Ocho Mil Doscientos Treinta y Ocho 00/100 Bolivianos) dividido entre cuatro IFD: Crecer, Fubode, Cidre y Promujer acorde a la siguiente figura:

Figura 9. Resumen de las emisiones de bonos Efectuadas por las IFD

Emisor	Monto vigente en Bs.	Plazo	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento	Tasa (%)
Crecer IFD – Bonos Crecer I	55,434,665	1440	24/Jun/2020	03/Jun/2024	5,70
Titularización Bisa ST – FUBODE IFD	16,631,251	1833	17/Jul/2019	19/Jul/2023	5,90
Titularización Bisa ST – CIDRE IFD	22,196,970	1457	19/Feb/2020	15/Feb/2024	5,75
Titularización CIDRE IFD – BDP ST 042	31,385,350	1526 1830	23/Ene/2019 23/Ene/2019	29/Mar/2023 27/Ene/2024	5,70 6,10
Titularización CRECCER IFD – BDP ST 047	46,859,718	1457	05/Nov/2019	01/Nov/2023	5.30
Titularización PRO-MUJER IFD – BDP ST 038	32,575,560	1546 1850	24/Oct/2018 24/Oct/2018	17/Ene/2023 17/Ene/2023	5,50 6,10
Titularización PRO-MUJER IFD – BDP ST 046	57,569,400	1527 1832	04/Sep/2019 04/Sep/2019	09/Nov/2023 09/Nov/2024	5,70 6,10
Titularización PRO-MUJER IFD – BDP ST 052	97,432,780	1533	23/Sept/2020	4/Dic/2024	5,90

Titularización CRECCER IFD – BDP ST 051	148,253,940	1503	02/Jun/2021 1	4/Jul/2025 6	,00
Titularización PRO-MUJER IFD – BDP ST 054	154,103,300	1465	29/Oct/2021 0	2/Nov/2025 5	,90
Titularización CRECCER IFD – BDP ST 045	30,095,304	1463	17/Jul/2019	19/Jul/2023 5	,30

Fuente: Elaboración propia, con base en la Bolsa Boliviana de Valores, 2023.

Acorde a la información recopilada, todas las emisiones de bonos mediante la BBV corresponden a la figura de la titularización de cartera de créditos, más no a la emisión de financiamiento de proyectos como ser: Créditos Sociales; Acceso a Servicios Financieros; Financiamiento a Pymes y generación de empleo. Tomando en cuenta que seis de las once colocaciones en la BBV vencen en la gestión 2023, la emisión de bonos verdes, sociales y sostenibles como herramientas financieras en beneficio de las IFD son una posibilidad que debería ser analizada por cada una de las entidades financieras sin fines de lucro quienes tiene una perspectiva más que en encomiable para dar cumplimiento con las exigencias demarcadas porel regulador.

4. CONCLUSIONES

El presente estudio permitió establecer que la emisión de bonos sostenibles está vinculada a alcanzar los objetivos de las empresas de triple impacto, que articulan el aspecto económico, social, y ambiental sostenible a favor de la población en su conjunto que es beneficiada de forma directa e indirecta por la ejecución de esta modalidad de proyectos. En los casos de Chile y Argentina, ambos países cuentan con diversas emisiones de endeudamiento exclusivo para empresas y/o proyectos que cuenten con la finalidad de alcance el triple impacto. Mediante la emisión de bonos desnaturalizados: sociales; verdes; sustentables desde la gestión 2019 a 2023, de forma ininterrumpida. En ambos casos, se impulsaron proyectos, montos y/o modalidades de inversión que son financiados por intermedio del mercado bursátil del respectivo país y

acorde a la normativa local, empleado como parámetros de referencia las definiciones internacionales, sin generar restricciones o condicionantes al mercado local para su implementación.

Sin embargo, para el caso de Bolivia, esto aún no se ha realizado ninguna emisión, aunque existe la normativa para su ejecución. Asimismo, se identificó el uso de conceptos adaptados y/o traducidos al español, como el incremento de costos y requisitos para las posibles futuras emisiones. Tomando en cuenta el requisito de contar con un doble registro para las empresas revisoras: el primero ante la ICMA y el segundo ante el Registro de Mercado de Valores (RMV). Considerando, que toda emisión de bonos verdes, sociales y sostenibles en Bolivia requieren de forma obligatoria la participación previa y posterior de un Revisor Externo el cual previamente tendrá que contar con la acreditación de los dos registros previamente expuestos, donde el efecto directo es el retraso innecesario de la emisión y/o uso de esta herramienta bursátil que por efecto de la regulación se ve retrasado su uso a nivel nacional.

En relación, al uso de los Bonos verdes, sociales y sostenibles, a través, de las Instituciones Financieras de Desarrollo (IFD) se debe tomar en cuenta que por ley dicha entidad de intermediación financiera sin fines de lucro. Está obligada a cumplir la denominada función y gestión sociales de forma conjunta, siendo una característica exclusiva para la IFD. En consecuencia, los proyectos sostenibles cuentan con la característica de ser una fusión de los bonos verdes y sociales, lo que implica, que para el caso de las IFD la finalidad social ya se encuentra cubierta y/o cumplida mediante la gestión social, estando pendiente solamente el cumplimiento de la generación de proyectos verdes. Lo que implica que las IFD podrían crear un producto crediticio que tenga un alcance medio ambiental de forma complementaria a la gestión social, para poder justificar la asunción de deuda mediante la BBV con la colocación de bonos sostenibles en base a la Circular ASFI N°749/2022.

La decisión de proponer esta modalidad de entidad de intermediación financiera privada no lucrativa está vinculada a su naturaleza jurídica de carácter social que, a diferencia de sus pares, la Banca tradicional no es solo busca alcanzar el lucro. Lo que conlleva a tener limitantes ante los posibles riesgos que puede o que quisiera asumir en sus operadores crediticias. Por consiguiente, la IFD tiene una mayor libertad en la asunción de riesgos lo que implica que podrán efectuar préstamos al sector de la población que se encuentra excluido del universo tradicional de créditos bancarios. Focalizando su atención en facilitar al acceso a microcréditos generando la oportunidad de mejorar la calidad de vida de los sectores más vulnerables de la población boliviana (Delclaux Arana, 2014).

Considerando la definición normativa y características de los bonos sostenibles se encuentran vinculados con un propósito que permite al inversor ganar rédito económico mediante los intereses comprometidos en la emisión y de forma paralela o conjunta la posibilidad de financiar proyectos de impacto social y ambiental dentro del territorio nacional.

El objetivo de esta investigación es demostrar que las Instituciones Financieras de Desarrollo (IFD) pueden operar como emisores idóneos de bonos sostenibles para financiar proyectos de impacto social y ambiental mediante la colocación de microcréditos. La normativa Boliviana no presenta ninguna limitación a fin de alcanzar este tipo de operaciones, por lo que se plantea resolver dos situaciones jurídicas de forma conjunta: la primera relacionada con la naturaleza no lucrativa y el uso de tecnologías de microcrédito por parte de las IFD que interactúan con el mercado nacional e internacional como emisores de los bonos sostenibles; y la segunda referente a la facilitación del acceso a microcréditos para la población de escasos recursos y anegada de la banca tradicional. En consecuencia, se concluye que las IFD pueden ser el canal idóneo para financiar microcréditos destinados a proyectos de impacto social y ambiental mediante la emisión de bonos sostenibles en la Bolsa Boliviana de Valores (Delclaux Arana, 2014) y (Ley de Servicios Financieros, 2013).

BIBLIOGRAFÍA

1. Abramovay, R., Correa, M. E., & Gatica, S. (2013). Nuevas empresas, nuevas economías: empresas V en Sur América. *Fondo Multilateral de Inversiones*, 165.
2. Alarcón Peña, P. (2018). *Una metodología comparativa crítica aplicada al sistema constitucional ecuatoriano*. Jefatura de Publicaciones, Universidad Andina Simón Bolívar, Sede Ecuador. Recuperado de: <https://repositorio.uasb.edu.ec/bitstream/10644/7089/1/SDS-003-Alarcon-Una%20metodologia.pdf>
3. Álvarez Undurraga, G. (2002). *Metodología de la Investigación Jurídica*. Universidad Central de Chile. Recuperado de: https://www.academia.edu/6310180/Metodologia_de_la_Investigacion_Juridica
4. Delclaux Arana, L. (2014). *Análisis comparativo de las instituciones de microfinanzas en Bolivia*, 47. Recuperado de: <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/289>
5. Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero. (2022a, diciembre). *Recopilación de normas para servicios financieros*. ASFI. Recuperado de: <https://servdmzw.asfi.gob.bo/circular/textos/L01T01.pdf>

6. Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero. (2022b, diciembre 30). *REGLAMENTO DEL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES* [Oficial]. ASFI. [https://servdmzw.asfi.gob.bo/CircularValores/textos/L01T01.pdf#\[0,{%22name%22:%22FitH%22},795\]](https://servdmzw.asfi.gob.bo/CircularValores/textos/L01T01.pdf#[0,{%22name%22:%22FitH%22},795])
7. *Benefit Corporations vs. Regular Corporations—2013 Harvard Law_unlocked.pdf*. (2012). 4.
8. Bolsa de Comercio de Santiago. (2018). *Guía del Segmento de Bonos Verdes y Bonos Sociales*. Bolsa de Comercio de Santiago. <https://servicioscms.bolsadesantiago.com/Corporativo/Documentos/Gu%C3%ADa%20Segmento%20de%20Bonos%20Verdes%20y%20Sociales%20VF.PDF>
9. Bolsa de Comercio de Santiago. (2020). *Guía del Segmento de Instrumentos de Deuda Sostenibles*. Bolsa de Comercio de Santiago. <https://servicioscms.bolsadesantiago.com/Documentos/Relacionado/Mercado%20de%20Instrumentos%20Sostenibles%20VF.PDF>
10. Bom-Camargo, Y., Santa Fajardo, L., & Calderón, C. (2019). *Innovación social y el triple impacto: Pilares para la responsabilidad social empresarial (RSE)* (pp. 138-156).
11. BYMA. (2022, junio 6). ¿Qué son las empresas de triple impacto? *IMPAQTO*. <https://www.impacto.net/que-son-las-empresas-de-triple-impacto/>
12. Cámara Argentina de Comercio y Servicios. (2017). *Cámara Argentina de Comercio—Empresas B.pdf* (p. 6). Cámara Argentina de Comercio y Servicios. <https://www.studocu.com/es-ar/document/universidad-argentina-de-la-empresa/administracion-2/empresas-b/8531650>
13. Cantera, L., Domenichetti, N., & Spampinato, E. (2021). *Empresa de triple impacto: Caso Ikigai: Deidea a SRL*. 61.
14. Circular ASFI, 749. (2022, diciembre 30). *Modificaciones al Reglamento del Registro de Mercado de Valores* [Oficial]. ASFI. [https://servdmzw.asfi.gob.bo/CircularValores/circulares/ASFI_749.pdf#\[0,{%22name%22:%22FitR%22},162,194,774,792\]](https://servdmzw.asfi.gob.bo/CircularValores/circulares/ASFI_749.pdf#[0,{%22name%22:%22FitR%22},162,194,774,792])
15. Comisión Nacional de Valores. (2019, marzo). *Resolución General 788/2019*. Argentina.gob.ar. <https://www.argentina.gob.ar/>
16. Comisión Nacional de Valores. (2021, julio 8). *Resolución General 896/2021*. Argentina.gob.ar. <https://www.argentina.gob.ar/>

17. Comisión para el Mercado Financiero. (2021, julio 19). *Norma de Carácter General 457*. https://www.cmfchile.cl/normativa/ngc_457_2021.pdf
18. Comisión para el Mercado Financiero. (2022, octubre 11). *COMUNICACIÓN INTERNA N° 16.398*. <https://cibe.bolsadesantiago.com/Documentos/Noticias/Juntas/CI%2016398%20cotizacion%20bonos%20CMPC%20en%20Segmento%20Bonos%20Verdes%20y%20Sociales.pdf>
19. Domínguez, R., León, M., Samaniego, J., & Sunkel, O. (2019). *Recursos naturales, medio ambiente ysostenibilidad: 70 años de pensamiento de la CEPAL*. UN. <https://doi.org/10.18356/b89f0453-es>
20. Droguett, R. F. C., & Arce, F. C. (2015). El concepto de desarrollo sustentable en la doctrina y en la práctica de tribunales nacionales. *Revista ACTUALIDAD JURÍDICA N° 31*, 38.
21. Ergueta Tejerina, M. A. (2013). *El microcrédito ¿una estrategia de abatimiento de la pobreza? Un estudio caso: Bolivia*, tesis doctoral [Universidad Autónoma de Barcelona]. <https://www.tesisenred.net/bitstream/handle/10803/133271/maet1de1.pdf?sequence=1>
22. Fernández, L., & Gutiérrez, M. (2013). Bienestar Social, Económico y Ambiental para las Presentes y Futuras Generaciones. *Información tecnológica*, 24(2), 121-130. <https://doi.org/10.4067/S0718-07642013000200013>
23. Finrural. (2022, 12). *Informacion Finrural* [SITUACIÓN PATRIMONIAL]. https://www.finrural.org.bo/archivos/info_financiera/2022/financiera_12_2022.pdf
24. Foladori, G., & Pierri, N. (Eds.). (2005). *¿Sustentabilidad? Desacuerdos sobre el desarrollo sustentable* (1. ed). Cámara de Diputados, LIX Legislatura, Estados Unidos Mexicanos: Universidad Autónoma de Zacatecas: M.A. Porrúa.
25. Forum, S. W. (s. f.). *Today Marks A Tipping Point In The Evolution Of Capitalism*. Forbes. Recuperado 20 de junio de 2023, de <https://www.forbes.com/sites/skollworldforum/2013/07/17/today-marks-a-tipping-point-in-the-evolution-of-capitalism/>
26. Honeyman, R. (2014). *The B corp handbook: How to use business as a force for good* (First edition). Berrett-Koehler Publishers, Inc. a BK Business book.
27. Kempf, M. (2014). *B CORPORATIONS: EVOLUTION OF CAPITALISM?* 28.

28. Kido-Cruz, A., Ortiz Zavala, A., Kido-Cruz, M. T., & Universidad Michoacana de San Nicolás de Hidalgo, México. (2022). Comparative Analysis of the Efficiency of Microfinancial Institutions in Latin America; A Data Envelopment Analysis (DEA). *Economía teoría y práctica*, 57, 121-138. <https://doi.org/10.24275/ETYP/AM/NE/572022/Ortiz>
29. Ley de Servicios Financieros, 393. (2013, agosto). *Ley de Servicios Financieros* [Oficial]. ASFI. https://www.asfi.gob.bo/images/MARCO_NORMATIVO/SERV_FINAN_/Ley_393.pdf
30. López, M. V. A., & Zapata, V. L. P. (2022). *INFORME SECTORIAL Bolivia: Sector Instituciones Financieras de Desarrollo (IFD)* (p. 12) [Sectorial]. Pacific Credit Rating (PCR S.A.). <https://ww1.ratingspcr.com/multi/7516/5902/3133/BO-SECTORIALIFDs-202206-FIN.pdf>
31. Ministerio de Hacienda, Chile. (2022). *Caso de Estudio Bonos Sostenibles— Febrero 2022* (p. 6) [Presentación]. Ministerio de Hacienda de Chile. <https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/finanzas-internacionales/oficina-de-la-deuda-publica/bonos-esg/bonos-sostenibles>
32. Naciones Unidas. (1987). *Informe de la Comisión Mundial sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo*. 416. https://www.ecominga.uqam.ca/PDF/BIBLIOGRAPHIE/GUIDE_LECTURE_1/CMMAD-Informe-Comision-Brundtland-sobre-Medio-Ambiente-Desarrollo.pdf
33. Naciones Unidas. (1992). *Convención marco de las naciones unidas sobre el cambio climático*. 27. <https://www.acnur.org/fileadmin/Documentos/BDL/2009/6907.pdf>
34. Naciones Unidas. (2012). *Informe de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Desarrollo Sostenible*. 101. <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/N12/461/67/PDF/N1246167.pdf?OpenElement>
35. Nigro, V., Rodríguez, C., & Juresa, J. (2011). *Comunidad sustentable*. Editorial Nobuko. <https://elibro.net/es/ereader/bibliounivalle/77862>
36. Ordoñez, M. del R. (2021). Empresas B en Mendoza. *Universidad Nacional de Cuyo*, 30080, 74.
37. Panceri, J. (2021). *Sustentabilidad: Economía, desarrollo sustentable y medioambiente*. Editorial Biblos. <https://elibro.net/es/ereader/bibliounivalle/173414>
38. Panel de Bonos SVS. (s. f.). *BYMA*. Recuperado 20 de junio de 2023, de <https://www.byma.com.ar/bonos-svs-esp/>

39. Siboldi, C., & Buffone, I. (2021). *Incorporación de las empresas de triple impacto como proveedoras del Estado* (Primera). <https://ricg.org/wp-content/uploads/2021/05/Estudio-de-Factibilidad-Paraguay-1.pdf>
40. Superintendencia de Valores y Seguros. (1989, noviembre 10). *Norma de Carácter de General N° 30*. https://www.camvchile.cl/camv/site/docs/20210615/20210615183614/ngc_30_cmf.pdf
41. Treviño, A. R., Núñez, J. M. S., & Camacho, A. G. (2003). *El Desarrollo Sustentable: Interpretación y Análisis*. 6, 6.