

Emisión de TES verdes

Entrando en la ola

mayo de 2021



Contenido

Página

Contenido

- 3 [Resumen ejecutivo](#)
- 7 [Lo que sabemos de la emisión de TES verdes](#)
- 15 [La oferta y demanda por bonos verdes](#)
- 24 [El “greenium” y el pricing de los bonos verdes](#)
- 31 [Asset allocation incluyendo criterios ASG](#)
- 35 [Perspectiva de Calificadoras sobre criterios ASG de Colombia](#)
- 38 [Cómo realizar seguimiento a la evolución de criterios ASG](#)
- 45 [Casos de estudio bonos soberanos ASG](#)

Resumen ejecutivo

Resumen

Lo que sabemos de la emisión de TES verde

- Los TES verdes harían parte del esquema de creadores de mercado. Tendrían un vencimiento entre 10 y 15 años y subastas mensuales por COP 300 mil millones desde julio hasta diciembre de 2021 hasta completar un total de entre COP 1,5 billones y COP 2 billones, con el objetivo de colocar una cantidad similar en 2022.
- Para la emisión de deuda soberana verde, el MHCP contempla cinco pilares principales para el uso de los recursos:

- I. *Adaptación al cambio climático.*
- II. *Energía renovable verde.*
- III. *Manejo del agua.*
- IV. *Protección a la biodiversidad*
- V. *Transporte sustentable.*

- En el caso de realizar la emisión con la metodología Twin Bonds, el TES verde valoraría con la misma curva de rendimientos de los TES denominados en pesos.

Historial de emisiones en Colombia

- Las emisiones de bonos temáticos en Colombia se originaron en 2016 con la primera emisión de bonos verdes de entidades corporativas.

- A la fecha estas emisiones de bonos corporativos alcanzan los COP 2,8 billones registrando varios bid to cover de hasta 2,6x sobre los montos ofertados.

Historial de emisiones globales

- A la fecha se han realizado emisiones de Deuda Soberana temática por USD 135,3 mil millones a nivel global donde el 90% pertenece a emisiones verdes.
- Dentro de la oferta mundial de deuda soberana temática, se puede encontrar deuda emitida en dólares, euros y monedas locales, siendo la oferta más alta la denominada en euros.
- En la mayoría de las emisiones de deuda soberana resulta ser más alta la demanda por deuda soberana temática que por la deuda soberana tradicional.

La oferta y demanda por bonos verdes

- Entre los principales tenedores de esta deuda soberana temática se encuentran Blackrock, BNP Paribas, Allianz SE, JP Morgan Chase, Vanguard Group e Invesco LTD.
- Chile es el mayor emisor de deuda soberana temática en Latinoamérica. Colombia será el primer país en la región en emitir bonos soberanos verdes en moneda local.
- Estudios muestran que, la demanda por deuda

Resumen

soberana temática es superior que la demanda por deuda soberana tradicional. En promedio el 44% de la adjudicación sobre el total, se realiza a inversores con mandatos ASG.

- En Colombia existen 19 entidades firmantes de los Principios de Inversión responsable, entre los cuales hay entidades gestoras de inversiones, proveedoras de servicios y entidades propietarias de activos.
- Teniendo en cuenta que los principales índices de renta fija ASG están denominados en monedas fuertes, consideramos que, la oportunidad de los títulos colombianos se encuentra en algunos índices o ETF que permiten la entrada a títulos denominados en la moneda local, como es el caso del índice J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified.

El “greenium” y el pricing de los bonos verdes

- La existencia de un “greenium” en el mercado de bonos soberanos sugiere que en términos generales existe un desequilibrio entre oferta y demanda que apunta una escasez de bonos soberanos.
- Según los estudios no se puede afirmar la existencia del “greenium” con los datos existentes, sin embargo, esto podría cambiar a medida que los datos aumenten.
- Otro factor que complica la búsqueda del “greenium” es el efecto del Halo Verde, este término hace referencia a que cuando un emisor es considerado

verde, los precios de sus emisiones, aunque sean tradicionales y no tengan etiqueta ASG, pueden verse favorecidos por la denominación verde del emisor.

Asset allocation incluyendo criterios ASG

- Los bonos soberanos con un desempeño agregado de factores ASG más alto tienden a tener un menor riesgo de incumplimiento, menores márgenes de Credit Default Swaps y, por ende, estos gobiernos y países tienen un menor costo de financiación de deuda.
- Existe una relación inversa entre el spread de los bonos soberanos de países emergentes con el puntaje global de factores ASG de un país.

Perspectiva de Calificadoras sobre criterios ASG de Colombia

- Según Moody’s Colombia está expuesta a riesgos ambientales, ya que fenómenos naturales como la niña pueden causar inundaciones que generen pérdidas económicas en el sector agricultor. Adicionalmente, resalta que la inmigración de 1,4 millones de venezolanos contribuyó a aumentar el crecimiento económico en 0,25% en el año 2019, pero esto también generaría un aumento del gasto fiscal del estado colombiano para atender las necesidades sociales de esta población. Para

Resumen

Moody's en aspectos gubernamentales, Colombia presenta algunas debilidades, las cuales mencionan el control de la corrupción y el uso del poder. Pero resaltan aspectos positivos como el fuerte trabajo para mantener en control la política monetaria y la política fiscal y el cumplimiento con el pago de la deuda soberana.

- En el caso de Colombia, Fitch puso una calificación de Relevancia de aspectos ASG de 5 para los elementos de estabilidad política, derechos humanos, calidad regulatoria de la corrupción institucional. Aquí se refleja que Colombia se encuentra en el percentil 45 del ranking de World Bank Governance Indicators (WBG), en donde detallan que se ha presentado cambios transicionales de poder pacíficos, pero tiene un nivel moderado en la capacidad institucional, uso de poder y un nivel moderado de corrupción y también presenta un nivel pobre de estabilidad política.

Sobre la relación con los inversionistas

- Históricamente el compromiso y diálogo para temas específicos de factores ASG no ha presentado una gran relevancia, ya que estos temas requieren de más información y comunicación con los emisores soberanos.
- Los emisores de acciones son los que presentan una mayor costumbre de realizar y mantener una

constante comunicación con sus inversionistas. Estos mecanismos pueden ser usados por los inversionistas para preguntar y monitorear diferentes aspectos ASG dentro de la política corporativa del emisor.

- Los calendarios de elecciones gubernamentales pueden variar, en promedio son de 4 años y podrían generar cambios constantes en políticas ASG y podría incentivarse el cumplimiento de objetivos de corto plazo.
- En el caso de Colombia y de los TES verdes, la relación con los inversionistas, en principio, la realiza el director de relación con inversionistas del MHCP y el Departamento Nacional de Planeación (DNP).

Lo que sabemos de la emisión de TES verdes

Primera emisión soberana verde de Colombia

Por un total de entre COP 1,5 billones y COP 2 billones

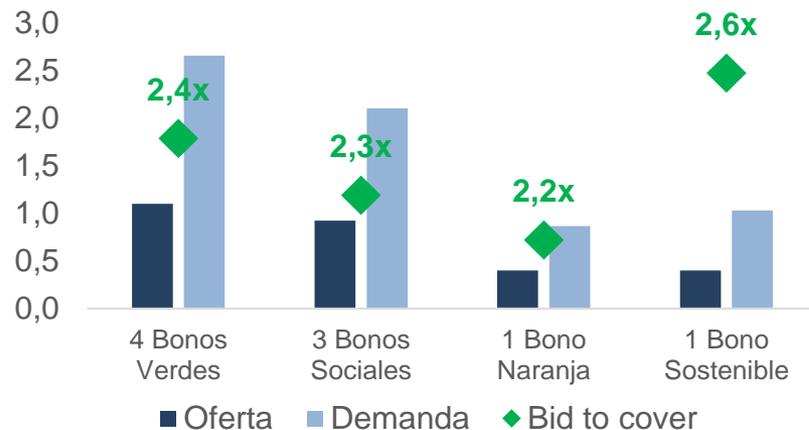
Entrando en la ola

Las emisiones de bonos temáticos en Colombia se originaron en 2016 con la primera emisión de bonos verdes de entidades corporativas. A la fecha estas emisiones alcanzan los COP 2,8 billones y han sido colocadas principalmente por el sector bancario exponiendo el gran apetito de los inversionistas por esta clase de títulos tras registrar un bid to cover de hasta 2,6x sobre los montos ofertados. Bajo estas condiciones, se destaca la intención del Gobierno de Colombia de **emitir, a través del esquema de creadores de mercado, los primeros TES verdes denominados en pesos**. Los títulos tendrían un vencimiento entre 10 y 15 años y subastas mensuales por COP 300 mil millones desde julio hasta diciembre de 2021 hasta completar un total de entre COP 1,5 billones y COP 2 billones, con el objetivo de colocar una cantidad similar en 2022.

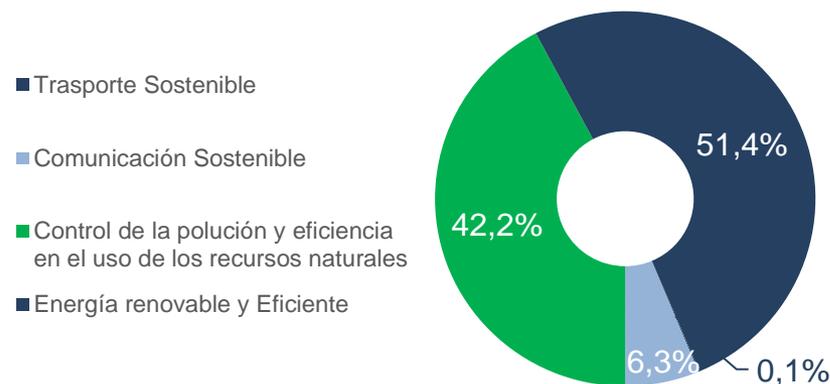
Los recursos obtenidos por la Nación en esta emisión serán destinados a proyectos de energía renovable, flotas de vehículos de bajo consumo, entre otros. Destacamos que a 2019, las corporaciones privadas locales emisoras de estos títulos destinaron sus recursos principalmente a proyectos relacionados con energías renovables y eficientes (51,4% del total emitido), seguido del control de la polución y eficiencia en el uso de los recursos naturales (42,2%).

Emisiones de bonos temáticos en Colombia

Cifras en Billones COP



Uso de los recursos – emisión de bonos verdes corporativos en Colombia



Estrategia de Financiación Verde - MHCP

Pilares

Esta emisión temática del Gobierno colombiano se fundamenta en una estrategia de financiación verde que contempla 4 pilares:



1. Institucionalidad

- La legitimidad otorgada por un consenso en el Congreso sobre la importancia de estas emisiones ASG para los próximos años.
- La continuidad de la iniciativa sin dependencia a la administración de turno.



2. Acuerdos Internacionales

- El acuerdo de París (Ley 1844 de 2017) que establece medidas para la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero.



3. Desarrollo del mercado de capitales

- A diferencia de otros países emergentes, se decidió lanzar los fondos verdes en el mercado local por dos razones: (i) Tamaño y (ii) Escrutinio de querer estar en el mercado.



4. Ecologizar la política fiscal y los negocios

- Para afrontar el reto de definir qué es verde se implementó una taxonomía colombiana en las cinco áreas principales del marco de emisión.

Primer país latinoamericano en emitir bonos verdes en moneda local

Oportunidad de inclusión en índices o ETF de deuda

El Ministerio de Hacienda (MHCP) espera que estos instrumentos sean incluidos a los índices de referencia o ETF representativos en temas de sostenibilidad. Sin embargo, la mayoría de los índices mantienen el criterio que los títulos sean denominados en dólares, euros, entre otras monedas fuertes; por ejemplo, el índice J.P. Morgan ESG EMBI Global Diversified Sovereign sigue exclusivamente la deuda soberana de países emergentes con criterios ASG denominada en dólares.

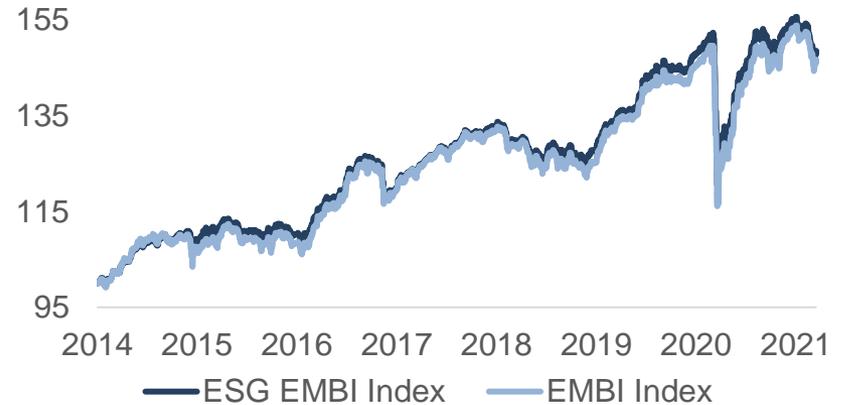
La oportunidad de los títulos colombianos se encuentra en algunos índices o ETF que permiten la entrada a títulos denominados en la moneda local, como es el caso del índice J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified cuyos AUM superan los USD 200 mil millones.

En 2020, los ETF experimentaron entradas netas récord de alrededor de USD 763 mil millones, de los cuales 5 de los 6 ETF de bonos verdes multiplicaron su tamaño gracias a que el COVID-19 agudizó el interés por la inversión sostenible.

Adicionalmente, hay que destacar que los organismos de control como la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) también ven la importancia de los criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza; según

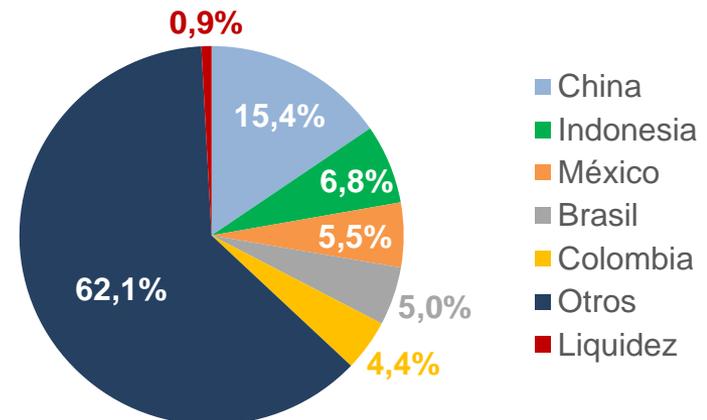
Índice con criterios ASG vs Índice Tradicional

1 de enero de 2014 = 100



Exposición geográfica ETF LEMB

A 24 de marzo de 2021



Marco Legal Nacional

De Bonos verdes e Inversiones sostenibles ASG

la circular externa 007 de 2021 las entidades aseguradoras, sociedades de capitalización y AFP deberán incluir criterios ASG en los procesos de tomas de decisiones de inversión y considerar estos como riesgos relevantes para los portafolios de inversiones siguiendo el decreto 1393 de 2020.

En Colombia se han realizado modificaciones a las leyes con el fin de cumplir con las metas pactadas de reducción de emisiones de carbono, dentro de esto se destacan aspectos nacionales e internacionales como:

Marco Legal Nacional

- Ley 1715 de 2017 de Energías Renovables
- Política Integral de manejo de basuras (CONPES 3874 – 2016)
- Política sobre crecimiento verde (Incluido en el Plan Nacional de Desarrollo – CONPES 3934)
- Sistema Nacional de Gestión de Riesgo de Desastres

Acuerdos Internacionales

- Acuerdo de París (Ley 188 de 2017)

Instrumentos Económicos:

Adicionalmente se han creado políticas económicas

para desincentivar el consumo de productos contaminantes y reducir las emisiones de carbono mediante una penalización o beneficio tributario, en esto se destaca:

- Impuesto al carbono (Reforma Tributaria del 2016): COP \$15.000 por tonelada de CO₂
- Impuesto a las bolsas de plástico – 30% reducción en su consumo. Tarifa: COP 50 en 2020 por bolsa plástica
- Incentivos en impuestos y tarifas para energías renovables – 0% tarifa para carros eléctricos
- Mercado Voluntario de Carbono (OTC)

Taxonomía verde

Definición concepto “verde” para el uso de los recursos

Los criterios ASG contribuyen a los **Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la ONU**. El criterio “A” (ambiental) contribuye a los ODS identificados con el número 6, 7, 11, 12, 13, 14 y 15, los cuales están enfocados en el medio ambiente, energías y aguas limpias, producción de consumo responsable, entre otros. El criterio “S” (social) se enfoca en los ODS identificados con el número 1, 2, 3, 4, 5, 8 y 10, relacionados con el fin de la pobreza, educación de calidad y reducción de las desigualdades. El criterio “G” (gobierno) se relacionan principalmente con el ODS identificados con el número 16 de paz, justicia e instituciones sólidas (ver [Sostenibilidad | Un factor de inversión que gana relevancia](#)).

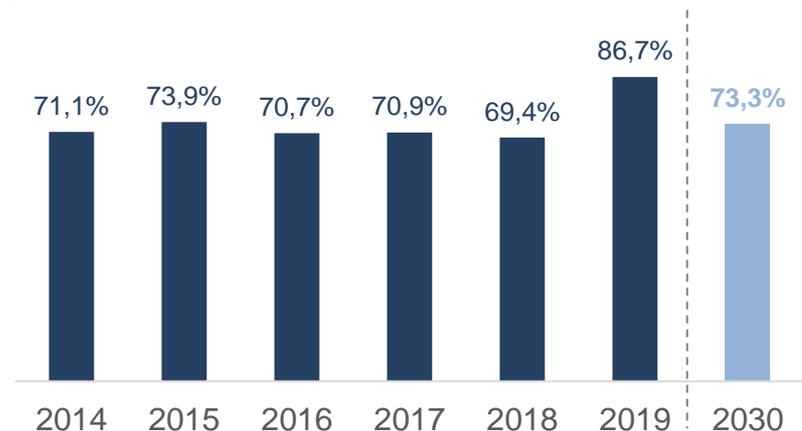
Para la emisión de deuda soberana verde, el MHCP contempla cinco principales pilares para el uso de los recursos, en línea con las metas trazadas para el 2030 y acorde al cuarto pilar de la estrategia de financiación:

- i. **Adaptación al cambio climático:** para el 2019, 23 departamentos del país contaban con planes integrales (adaptación y mitigación) frente al cambio climático, para el 2030 se espera que los 32 departamentos del país adopten estas medidas.
- ii. **Energía renovable verde:** actualmente la capacidad instalada de generación de energía eléctrica de fuente renovables en el país es del

Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU



Capacidad instalada de energía eléctrica proveniente de fuentes renovables en Colombia



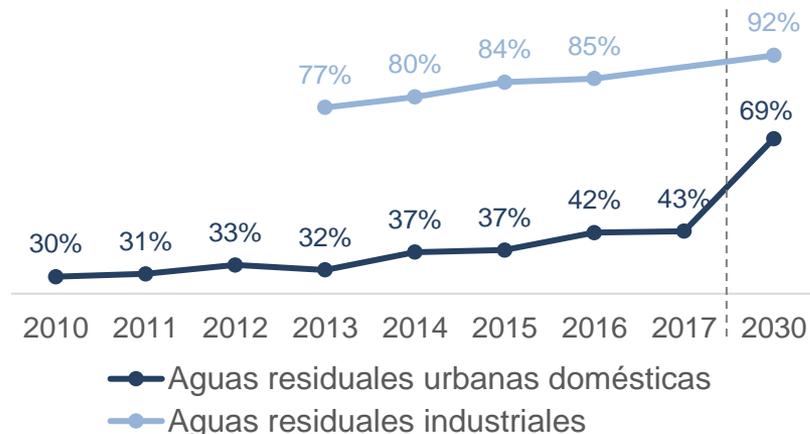
Tratamiento de aguas residuales y reutilización segura

Protección a la biodiversidad y transporte sustentable

86,7%, superior a la meta para el 2030 que corresponde al 73,3%.

- iii. **Manejo del agua:** el porcentaje de aguas residuales urbanas domésticas tratadas de manera segura en 2018 se ubicaba en 42,9% y la meta a 2030 es 68,6%, al igual que el porcentaje de aguas residuales industriales tratadas que se encontraban en 85% y la meta para el 2030 es 92%.
- iv. **Protección a la biodiversidad:** la proporción de especies críticamente amenazadas correspondía a 0,14 en el 2017. para el 2030 se espera una reducción a 0,12.
- v. **Transporte sustentable:** el acumulado de vehículos eléctricos en el país para 2016 se encontraba en 1.695 unidades, la meta para el 2030 es un acumulado de 600.000.

Tratamiento de aguas residuales y reutilización segura



Beneficios de emitir Bonos Verdes

Los bonos temáticos y en especial los bonos verdes poseen una gran variedad de beneficios tanto para los emisores, como para los inversionistas. Dentro de esto se destaca que los bonos verdes pueden atraer nuevos inversionistas ya que en parte estos bonos tienen altos niveles de liquidez en el mercado secundario comparado con bonos no temáticos de la misma calificación y maduración, además que estos también suelen tener volatilidades ligeramente menores que sus homólogos no temáticos.



Beneficios de emitir Bonos Verdes

Para los emisores, para los compradores y para ambos

En cuanto para los emisores trae beneficios como la posibilidad de generar nuevas oportunidades en líneas de negocios, comerciales y proyectos, como también puede mejorar la gestión y la administración de riesgo ya que se fortalece las relaciones con los inversionistas al igual que el compromiso con el desarrollo sostenible.

También con un aumento en la emisión y en la inversión en bonos verdes trae como beneficio una mejor preparación y adaptación hacia una economía sin emisiones de carbono, siguiendo los lineamientos del acuerdo de París.

Beneficios para los emisores e inversionistas de bonos verdes

Beneficios para emisores	Beneficios para ambos	Beneficios para compradores
Interés en todas las áreas del mercado de valores	Preparativos para una transición moderada hacia una economía libre de emisión de carbono	Los bonos verdes tienden a disminuir la diferencia de precios de compra y venta que sus equivalentes en el mercado de bonos secundarios
Permite una disminución de la diferencia entre el precio de compra y de venta del título		Evidencia reciente de volatilidades bajas
Nueva base diversa de inversionistas		Evidencia que los bonos verdes son mas líquidos y fáciles de negociar en el mercado secundario
Potencial de adquirir greenium		

Oferta y Demanda

La emisión de deuda soberana verde

Alcanza el 90% sobre el total de las emisiones de deuda temática

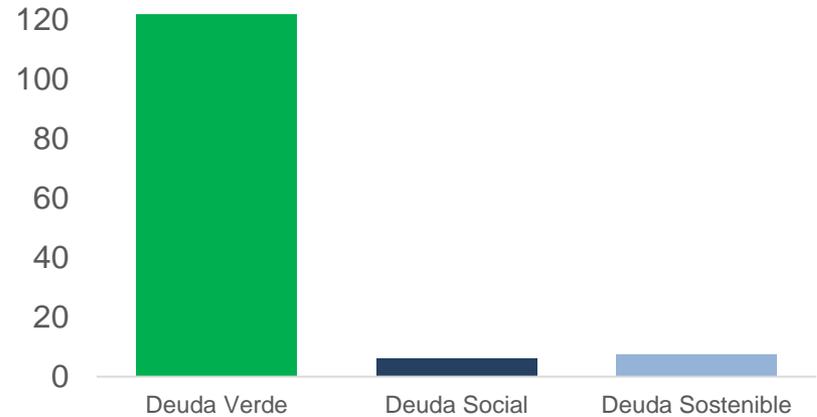
A la fecha se han realizado emisiones de **Deuda Soberana temática por USD 135,3 mil millones** a nivel global donde el 90% pertenece a emisiones verdes, el 5,5% a emisiones sostenibles y el restante 4,5% a emisiones sociales. **Destacamos que, entre los principales tenedores de esta deuda se encuentran Blackrock, BNP Paribas, Allianz SE, JP Morgan Chase, Vanguard Group e Invesco LTD.**

Polonia fue el primer país en realizar una emisión de deuda soberana temática con los primeros bonos verdes en el año 2016, seguido por Francia en el año 2017. Destacamos que **dentro de los mayores emisores de Deuda Soberana temática se encuentran Francia, Alemania, Holanda, Italia, Bélgica y Chile.**

Dentro de la oferta mundial de deuda soberana temática, se puede encontrar deuda emitida en dólares, euros y monedas locales, siendo la oferta más alta la denominada en euros. Los países que han emitido en dólares son: Indonesia, Hong Kong, Egipto, Guatemala, Ecuador y Chile, los que han emitido en euros son: Polonia, Alemania, Lituania, Irlanda, Luxemburgo, Bélgica, Hungría, Francia, Holanda, Italia, México y Chile, y los que han emitido en moneda local son: Fiji, Nigeria, Hungría, Tailandia, Suecia y **como único país latinoamericano se destaca Chile.**

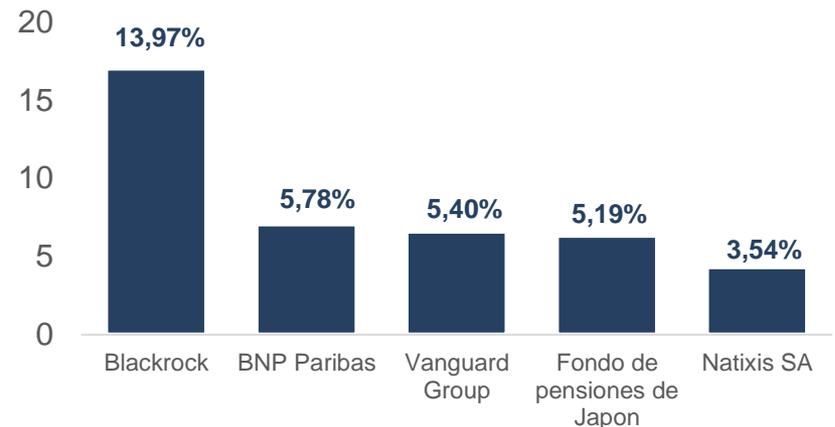
Oferta total Deuda Soberana temática

Cifras en USD miles de millones



Principales tenedores de Deuda Soberana verde

Cifras USD miles de millones, % sobre el 100%



Fuente: Bloomberg, MH Chile. MH México
*19 marzo 2021

Chile es el único país en Latam que ha emitido en moneda local

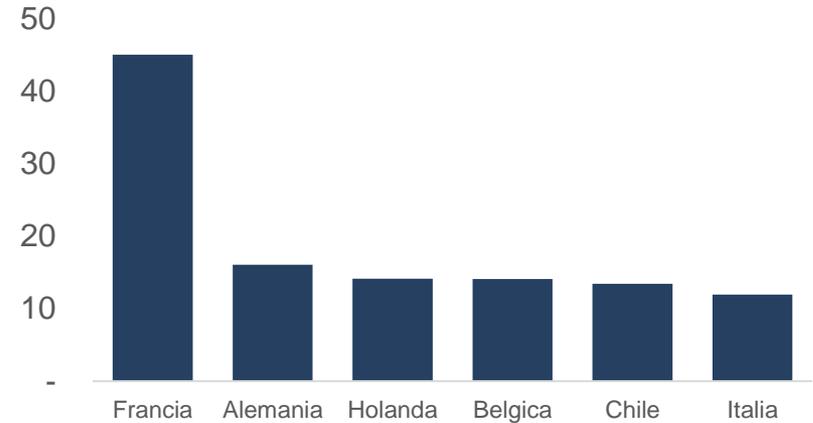
La oferta más alta de deuda soberana temática es en euros

Dentro de las participaciones de Latinoamérica, Chile ha emitido deuda soberana verde, social y sostenible, México deuda soberana sostenible y Guatemala y Ecuador deuda soberana social.

Chile es el mayor emisor de deuda soberana temática en Latinoamérica, ha realizado emisiones con vencimientos hasta el año 2061, destacando como el emisor con el plazo más largo y emisiones en dólares, euros y moneda local dentro de la oferta total actual.

Top principales emisores de deuda soberana temática

USD miles de millones



Bid to Cover emisiones deuda soberana Latam

País	Emisión	Vencimiento	Bid to Cover	Moneda	Tématico	Calificación
Chile	2019	2031	3.6	EUR	Verde	A-
		2050	4.7	USD		
	2020	2028	3.1	CLP	Social	
		2033				
		2031	2.5	EUR	Verde	
		2032	2.5	USD	Verde	
		2040	1.7	EUR	Verde	
		2050	2.0	USD	Verde	
		2031	2.5	EUR	Verde	
		2051			Social	
2021	2032	3.2	USD	Verde		
	2061			Sostenible		
Ecuador	2020	2035	-	USD	Social	B-
Guatemala	2020	2032	16.2	USD	Social	BB-
México	2020	2027	5.4	EUR	Sostenible	BBB

Fuente: Bloomberg, cálculos Casa de Bolsa 17

Se ha emitido deuda soberana temática en el mundo

Por USD 135,3 mil millones

Oferta de deuda soberana temática en el mundo

USD, EUR, JPY y divisas locales

País	Vencimiento	Monto	Cupón	Moneda	Temático	Calificación
Polonia	2021	779,820,000	0.5	EUR	Verde	A-
	2026	1,227,000,000	1.125	EUR	Verde	
	2029	1,683,810,000	1	EUR	Verde	
	2049	561,270,000	2	EUR	Verde	
Francia	2039	31,136,277,900	1.75	EUR	Verde	AA
	2044	7,000,000,000	0.5	EUR	Verde	
Fiji	2022	9,614,000	4	FJD	Verde	BB-
	2030	38,456,000	6.3	FJD	Verde	
Nigeria	2022	29,653,312	13.48	NGN	Verde	B-
	2026	38,617,800	14.5	NGN	Verde	
Indonesia	2023	1,250,000,000	3.75	USD	Verde	BBB
	2024	750,000,000	3.9	USD	Verde	
	2025	750,000,000	2.3	USD	Verde	
	2021	102,992,201	6.75	IDR	Verde	
Bélgica	2033	11,923,471,140	1.25	EUR	Verde	AA
Lituania	2028	81,519,760	1.2	EUR	Verde	A+
Irlanda	2031	7,032,466,650	1.35	EUR	Verde	A+
Holanda	2040	11,973,904,233	0.5	EUR	Verde	AAA
Hong Kong	2024	1,000,000,000	2.5	USD	Verde	AA
	2026	1,000,000,000	0.625	USD	Verde	
	2031	1,000,000,000	1.375	USD	Verde	
	2051	500,000,000	2.375	USD	Verde	
Korea	2024	500,000,000	2	USD	Sostenible	AA-

País	Vencimiento	Monto	Cupón	Moneda	Temático	Calificación
Chile	2028	1,345,177,600	2.3	CLP	Social	A-
	2031	2,210,064,595	0.83	EUR	Verde	
	2032	1,500,000,000	2.55	USD	Verde	
	2033	724,326,400	2.8	CLP	Social	
	2040	1,396,540,518	1.25	EUR	Verde	
	2050	2,318,357,000	3.5	USD	Verde	
	2051	1,520,925,000	1.25	EUR	Social	
	2061	1,500,000,000	3.1	USD	Sostenible	
Ecuador	2035	400,000,000	7.25	USD	Social	B-
Guatemala	2032	500,000,000	5.375	USD	Social	BB-
México	2027	889,927,500	1.35	EUR	Sostenible	BBB
	2035	1,693,575,000	1.75	EUR	Verde	
Hungria	2027	148,498,680	1.03	JPY	Verde	BBB-
	2030	43,112,520	1.29	JPY	Verde	
Tailandia	2035	2,718,912,000	1.585	THB	Sostenible	BBB+
Luxemburgo	2032	1,780,035,000	0	EUR	Sostenible	AAA
Suecia	2030	2,282,200,000	0.25	SEK	Verde	AAA
	2030	7,672,275,000	0	EUR	Verde	
Alemania	2025	5,940,550,000	0	EUR	Verde	AAA
	2025	750,000,000	5.25	USD	Verde	
Egipto	2025	750,000,000	5.25	USD	Verde	B
Italia	2045	10,122,140,000	1.5	EUR	Verde	BBB

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

La demanda sobre la deuda soberana temática

Es igual o superior a la demanda de deuda soberana tradicional

Según una encuesta realizada por Climate Bonds Initiative a algunos emisores de deuda soberana temática de mercados desarrollados (DM) entre los cuales están, Francia, Bélgica, Irlanda, Holanda, Hong Kong, Alemania y Luxemburgo, y emergentes (EM) entre los cuales están, Polonia, Egipto, Fiji, Nigeria, Indonesia, Lituania, Chile, Hungría, Tailandia y México, se encontraron que **la demanda de bonos temáticos sobre los tradicionales es igual** (9 respuestas positivas) **o superior** (7 respuestas positivas) respecto a la demanda de bonos tradicionales.

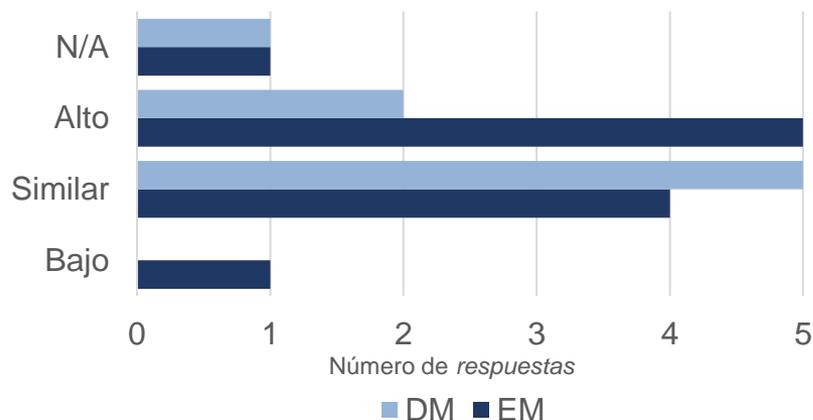
La demanda

Se realizó una comparación del bid to cover de las emisiones soberanas temáticas de los países encuestados respecto al bid to cover promedio de las últimas 3 subastas tradicionales del mismo país y **se encontró que en su gran mayoría, resultaba ser más alta la demanda por deuda soberana temática que por la tradicional** a excepción de Bélgica para su emisión a 2033, Alemania para su emisión al 2025 y Lituania para su emisión al 2028.

De esta manera, la encuesta también revelaba que la **emisión de bonos soberanos temáticos atraía nuevos inversionistas** y que **en promedio el 44% de la adjudicación sobre el total, se había realizado a inversores con mandatos ASG.**

Demanda sobre deuda soberana temática respecto a la tradicional.

Encuesta de deuda soberana temática por Climate Bonds, 2020



Nuevos inversores en emisiones de deuda soberana temática.

Encuesta de deuda soberana temática por Climate Bonds, 2020



En promedio se adjudico el 44% a inversionistas con mandatos ASG

De las emisiones de deuda soberana temática

Este comportamiento se puede atribuir al crecimiento exponencial que han presentado los inversionistas con mandatos especiales que se denominan a sí mismos como inversores sostenibles, de igual manera el creciente número de ETF e índices de referencia que se especializan en estos productos ASG.

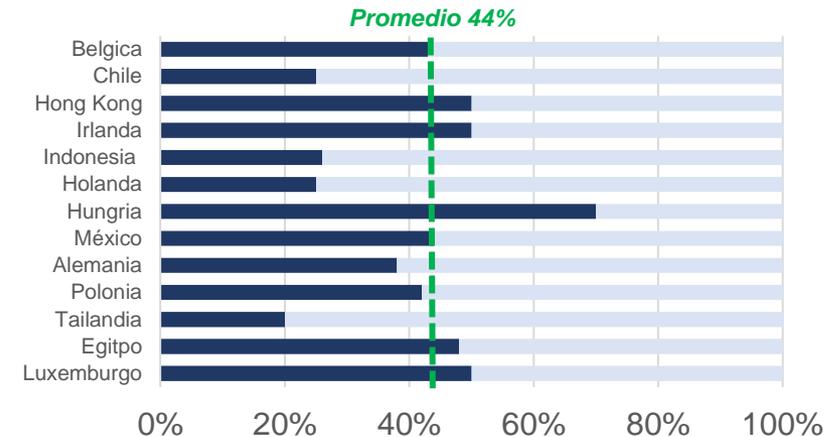
Principios de Inversión Responsable

La iniciativa de los **Principios de Inversión Responsable (PRI)** que surgió en 2006 se ha posicionado como un objetivo de mayor interés para inversionistas de todo el mundo. Con esto, el crecimiento de las compañías que se suman a la iniciativa ha sido exponencial cerrando 2020 con 3.575 entidades; a 31 de marzo de 2020 el AUM colectivo representado por los signatarios del PRI llegó a USD 103,4 billones.

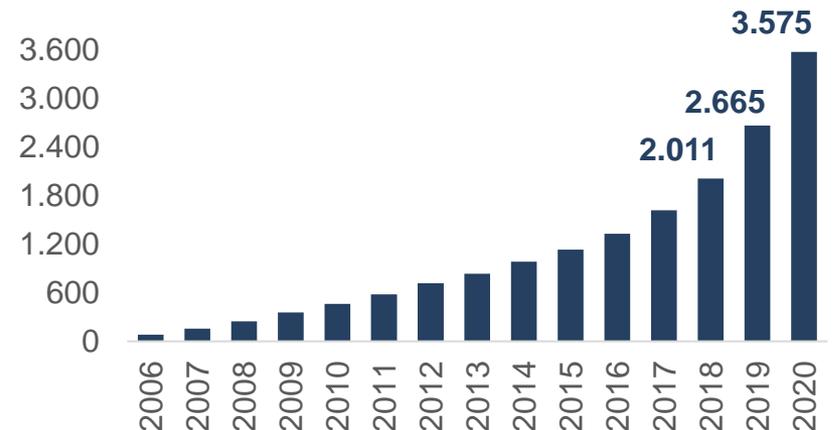
En Latinoamérica, excluyendo a Brasil, los PRI han sido recientes al contar con presencia en estos mercados emergentes desde hace 2 años y medio. En Colombia ha tenido un impulso en los últimos años llegando ya a 19 entidades signatarias PRI (a continuación, se presenta el listado).

% adjudicación a Inversionistas con mandatos ASG

Encuesta de deuda soberana temática por Climate Bonds, 2020



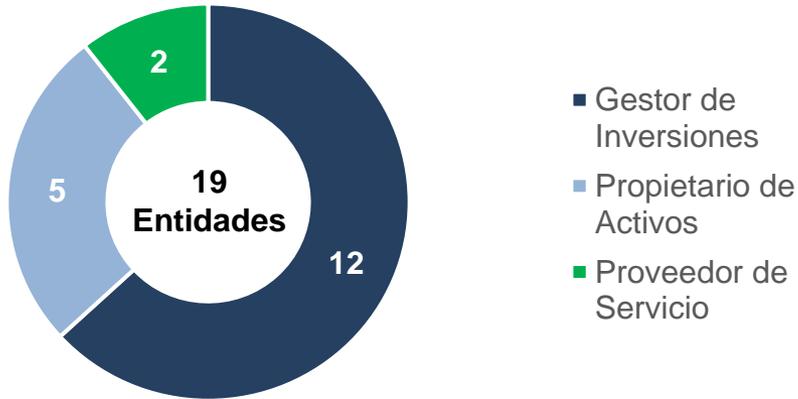
Signatarios PRI en el mundo



Principios de Inversión Responsable (PRI)

Signatarios en Colombia

Signatarios PRI en Colombia



Gestor de Inversiones

1. Acciones y Valores
2. Corficolombiana
3. Yellowstone Capital Partners
4. TC Latin America Partners
5. Inframco
6. Altra Investments
7. PEI Asset Management
8. Sura Investment Management
9. Acumen Latam Impact Ventures LLC
10. Mesoamérica
11. Bancolombia
12. Fiduciaria Bogotá

Propietario de Activos

1. Skandia AFP
2. Porvenir AFP
3. Universidad Javeriana
4. Protección AFP
5. Fundación WWB Colombia

Proveedores de Servicio

1. Compartamos con Colombia
2. MTS

Impulsores de la Inversión ASG

Gestión de riesgos y demanda de clientes como los más relevantes

Todo lo anterior es muestra del latente compromiso global que se está experimentando hacia las inversiones sostenibles, y Latinoamérica al estar entrando en esta etapa expone un atractivo importante. Por tal razón, se auguran buenas demandas por los TES Verdes y demás TES Temáticos que plantea emitir el gobierno colombiano.

Según una encuesta realizada a 2.800 miembros del instituto CFA, la gestión de riesgos y la demanda de los clientes fueron los factores más destacados detrás de la inversión ASG en 2020. El deber fiduciario ocupó el tercer lugar, impactando las decisiones un 43% de los profesionales de inversión (el deber fiduciario es cuando un profesional de inversiones actúa en el mejor interés de un cliente).

Aunque estar alineados con el PRI y los criterios ASG atraen una gran cantidad de inversionistas a demandar bonos temáticos, no es necesario ni un requisito ser parte de estos principios para adquirir este tipo de bonos.

¿Por qué usted o su organización toman en consideración los problemas de ASG en su análisis/decisión de inversión?

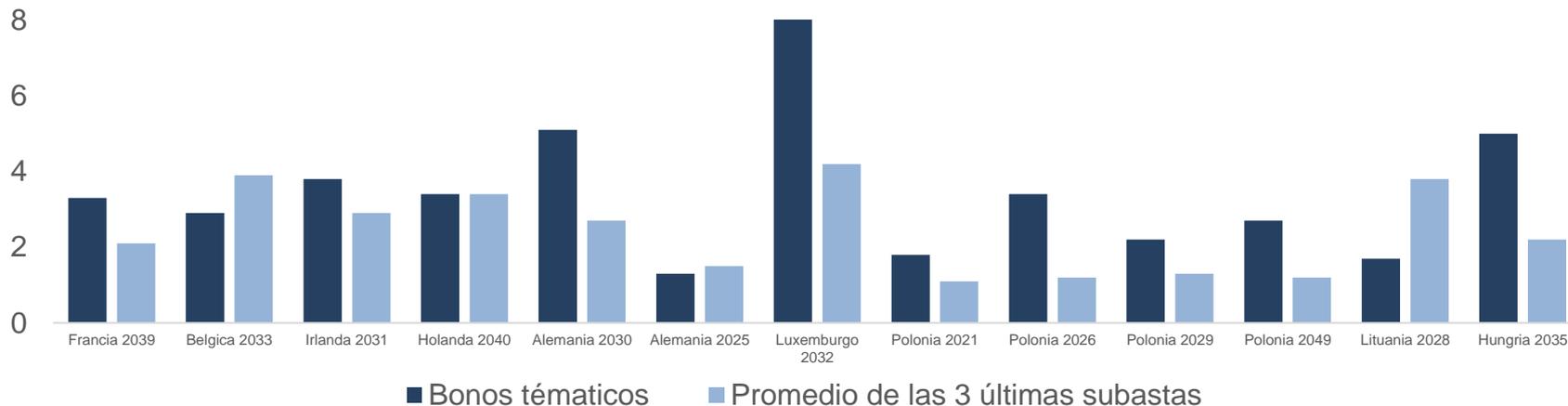
Encuesta CFA Marzo 2020

Impulsor de la Inversión ASG	2017	2020
Ayuda a gestionar los riesgos de inversión	65%	64%
Clientes/Inversionistas lo exigen	45%	59%
Es nuestro deber fiduciario	36%	43%
Mi empresa obtiene beneficios de reputación	32%	41%
Mejora la rentabilidad financiera	N/A	35%

El bid to cover de las emisiones de bonos soberanos temáticos

Es igual o superior al que obtiene la emisión de deuda soberana tradicional

Bid to cover de emisiones deuda soberana temática y de las tres previas subastas de bonos tradicionales del mismo emisor. Encuesta de deuda soberana temática por Climate Bonds, 2020



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Pricing

Estudios que exploran la existencia del greenium

No han encontrado evidencia que si existe un diferencial de precios

Desde la creación de los bonos con criterios ASG ha existido una amplia discusión sobre si estos ofrecen un costo de capital más barato que los bonos tradicionales comparables en la emisión, dado que desde un inicio diferentes emisores indicaban que sus bonos verdes estaban siendo altamente demandados, lo que llevaba a un diferencial de precios con los bonos tradicionales equivalentes, diferencial más conocido como **greenium**.

De esta manera se han hecho **diferentes estudios que exploran la existencia del greenium a través del uso del método de análisis de pares emparejados para comprar los rendimientos de los bonos verdes con**

sus equivalentes más cercanos. Los estudios se concentraron en el análisis del mercado de bonos municipales verdes de Estados Unidos, dado que, gran parte de las emisiones son exentas de impuestos y la frecuencia de emisión es más alta, lo que permitió comparaciones más directas.

Estudios que exploran la existencia del greenium

2018-2020

Autor estudio	Año	Periodo de estudio	Metodología	Muestra	Greenium
Karpf y Mandel	2018	2010-2016	Pares emparejados	1.880 bonos verdes 36.000 bonos tradicionales	No hay greenium claro hasta 2016 donde se encontró un diferencial promedio de 23 pbs
Baker	2018	2010-2016	Pares emparejados con ajuste de rendimientos equivalentes	2.083 bonos verdes 643.299 bonos tradicionales	Greenium promedio de emisión de 6 pbs
Larcker y Watts	2019	2013-2018	Pares emparejados	640 pares de bonos verdes y tradicionales	Greenium de 0,45 pbs, el 85% de los bonos emparejados no mostró diferencia en precio
Partridge y Medda	2020	2013 y 2018	Pares emparejados	453 pares de bonos verdes y tradicionales emitidos por la misma declaración oficial	Greenium que crece a casi 5 pbs en el mercado secundario para 2018

La existencia del Halo Verde

Distorsiona la búsqueda del greenium

Uno de los primeros análisis de este mercado fue publicado por **Karpf y Mandel (2018)**, cuyo conjunto de datos incluyó 1.880 bonos municipales que fueron etiquetados como verdes por Bloomberg, y que fueron comparados con 36.000 bonos convencionales del mismo conjunto de emisores de 2010 a 2016. Sus resultados indican que no hay greenium claro hasta 2016, **donde posteriormente encontraron un diferencial medio de 23 pbs.**

Este estudio fue seguido por **Baker (2018)** quien realizó un análisis con 2.083 bonos verdes y 643.299 bonos tradicionales comparables emitidos entre 2010 a 2016, sin embargo, ajusto los rendimientos de los bonos verdes después de impuestos, **lo que hizo que encontrará un greenium de 6 pbs en promedio por emisión.**

Larcker y Watt (2019) redujeron la muestra a 640 pares de bonos verdes y tradicionales equivalentes, emitidos entre 2013 a 2018, **encontrando un greenium de 0,45 pbs, donde el 85% de la muestra no reflejaba ningún diferencial en el precio.**

Para hacer más preciso el ejercicio **Partridge y Medda (2020)**, realizaron un análisis con 453 pares de bonos verdes y tradicionales emitidos entre 2013 y 2018. Los bonos emparejados en la muestra se emitieron con los mismos lineamientos, emisor, uso de los recursos, fecha

de emisión, fecha de vencimiento y cupón, **se encontró un greenium que crece a casi 5 pbs en 2018 para el mercado secundario.** Si bien no se observaron diferencias estadísticamente significativas en greenium en el mercado primario, encontraron que durante 2017 y 2018, en los casos en que se emitieron bonos pareados, hay diferencias de precios.

De esta manera, según los estudios **no se puede afirmar la existencia del greenium con los datos existentes, sin embargo, esto podría cambiar a medida que los datos aumenten**, como se evidenció en el estudio de Partridge y Medda (2020) en el mercado secundario, donde existía una base de datos más amplia que en el mercado primario. Otro factor que complica la búsqueda del greenium es el efecto del **Halo Verde**, este término hace referencia a que cuando un emisor es considerado verde, los precios de sus emisiones, aunque sean tradicionales y no tengan etiqueta ASG, pueden verse favorecidos por la denominación verde del emisor.

De tal manera que, **los precios en el mercado de bonos verdes terminan siendo tanto un análisis de precios actuales como de las relaciones humanas e interacciones con los inversionistas y suscriptores** (Guyer 2009; Muniesa 2007). De forma que, la existencia de un greenium dependerá de la oferta y demanda de la emisión.

Pricing

Deuda soberana temática

Dentro de una encuesta realizada a algunos emisores de deuda soberana temática por Climate Bonds a corte de 2020, **se encontró que 9 emisiones dentro de la muestra habían obtenido un greenium en su cotización.** Entre ellas se destacan los países de Alemania, Chile, Egipto, Francia, Holanda, Indonesia y Tailandia.

La existencia de un greenium en el mercado de bonos soberanos sugiere que en términos generales existe un desequilibrio entre oferta y demanda que apunta una escasez de bonos soberanos.

Según Climate Bonds, **el número de inversores con mandatos ASG ha incrementado rápidamente** en la medida que la pandemia de COVID -19 ha revelado el papel que debe desempeñar la comunidad inversora para lograr una recuperación sostenible y verde. Por lo que, una base de inversores establecidos puede ayudar a reducir los rendimientos de los bonos soberanos.

El greenium se puede evidenciar de manera más fuerte hacia la segunda mitad de 2020, pero no se pudo generalizar para cada bono. Más allá de la etiqueta verde el precio dependerá de las preferencias del inversionista, de si el activo será líquido, el tipo de moneda en que se realizará la emisión, la calificación, los riesgos sociales y políticos del emisor y las necesidades de financiación.

Cotización de la deuda soberana temática

Encuesta de deuda soberana temática por Climate Bonds, 2020

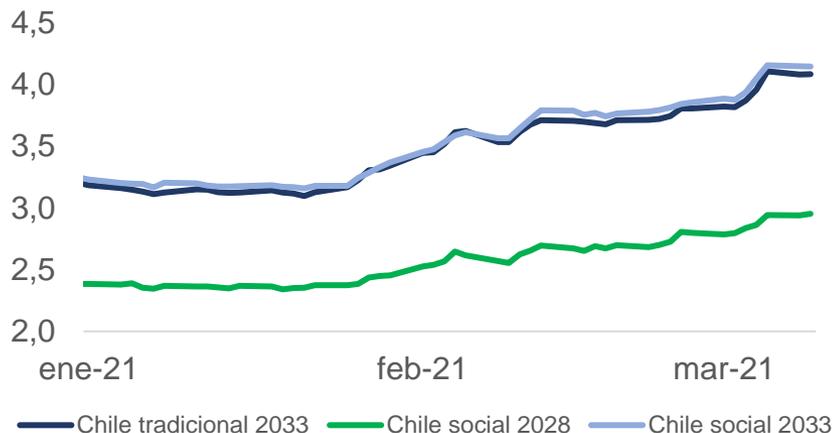
Emisor	Emisión	Vecimiento	Moneda	Cotización
Alemania	2020	2030	EUR	Greenium
Alemania	2020	2025	EUR	Greenium
Belgica	2018	2033	EUR	Sobre la curva
Chile	2019	2050	USD	Greenium
Chile	2019	2031	EUR	Sobre la curva
Chile	2020	2040	EUR	Sobre la curva
Chile	2020	2032	USD	Greenium
Egipto	2020	2025	USD	Greenium
Francia	2017	2039	EUR	Greenium
Holanda	2019	2040	EUR	Greenium
Hungria	2020	2035	EUR	Sobre la curva
Indonesia	2018	2023	USD	Sobre la curva
Indonesia	2019	2024	USD	Sobre la curva
Indonesia	2020	2025	USD	Greenium
Irlanda	2018	2031	EUR	Sobre la curva
Lituania	2018	2028	EUR	Primado
Luxemburgo	2020	2032	EUR	Primado
México	2020	2027	EUR	Sobre la curva
Polonia	2016	2021	EUR	Primado
Polonia	2018	2026	EUR	Sobre la curva
Polonia	2019	2029	EUR	Sobre la curva
Polonia	2019	2049	EUR	Primado
Tailandia	2020	2035	THB	Greenium

Comportamiento de la deuda soberana temática

Se rige bajo los mismos lineamientos que la deuda soberana tradicional

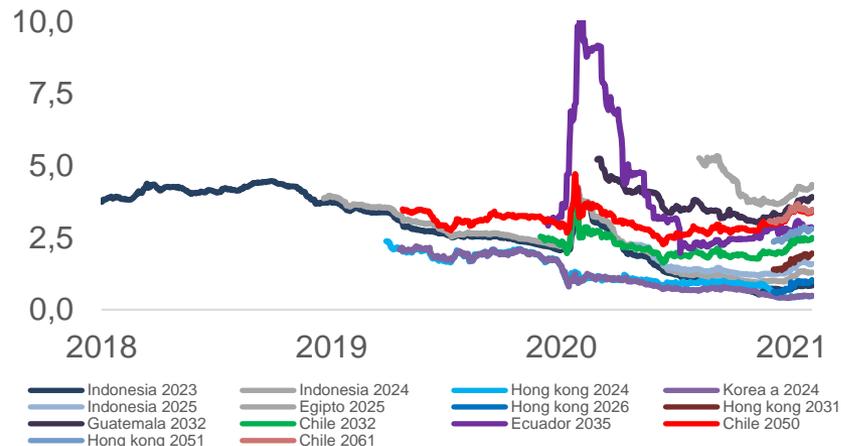
Comportamiento deuda soberana temática Latam

Deuda en moneda local



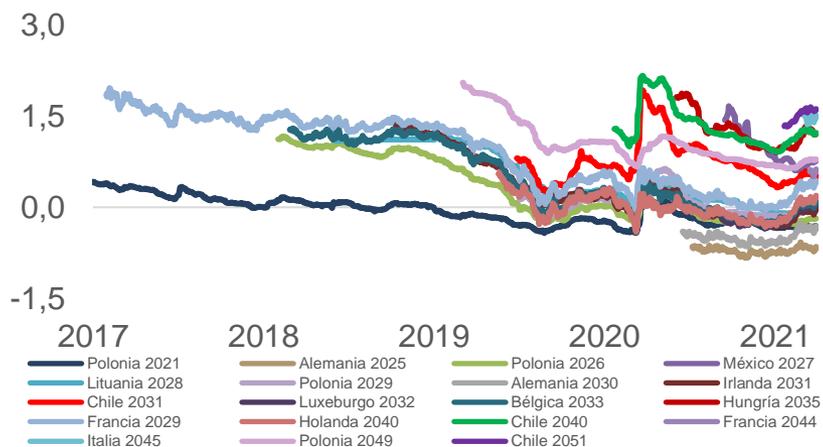
Comportamiento deuda soberana temática

Deuda en USD



Comportamiento deuda soberana temática

Deuda en EUR



“La cotización de los bonos temáticos generalmente suele ir en línea con los bonos tradicionales, pero ocasionalmente la demanda supera la oferta y esto lleva a que la cotización se ubique unos puntos básicos más ajustados respecto a la emisión tradicional” según comentarios de JP Morgan en el panel "Análisis profundo de precios: greenium, halos y trayectorias" en la Climate Bonds Conference 2019.

Los Green Twin Bonds

Una metodología que podría favorecer la emisión de los TES Verdes

Alemania se ha convertido en uno de los **países referentes** de emisión soberana verde exitoso, ubicándose como el tercer país con calificación AAA en emitir un bono gubernamental verde, después de Países Bajos y Suecia. Dentro de la metodología de emisión de bonos soberanos verdes en Alemania, se resalta el concepto de **“Green Twin Bonds”** en el que se emite un bono verde con **el mismo vencimiento y cupón que un bono convencional**. El objetivo de esta innovadora estructura es **garantizar que la emisión de bonos verdes no influya negativamente en la liquidez general de los bonos gubernamentales alemanes convencionales**, ya que **el bono verde es un bono separado** con un volumen de emisión menor que el bono convencional. Los principales beneficios de este tipo de bonos son: (i) diversificación para el inversionista, (ii) reducción de costos de endeudamiento y (iii) son instrumentos más resilientes a los convencionales.

Los beneficios de este tipo de emisión se vieron reflejados en los resultados de las emisiones históricas verdes en Alemania, dado que el 17 de junio de 2020 la República Federal de Alemania emitió bonos convencionales por EUR 5.000 a 10 años, y a su vez, el 2 de septiembre de ese mismo año emitió bonos verdes con las mismas características. El bono verde cotizó con un greenium y a finales de 2020 se había mantenido dentro de la curva soberana.

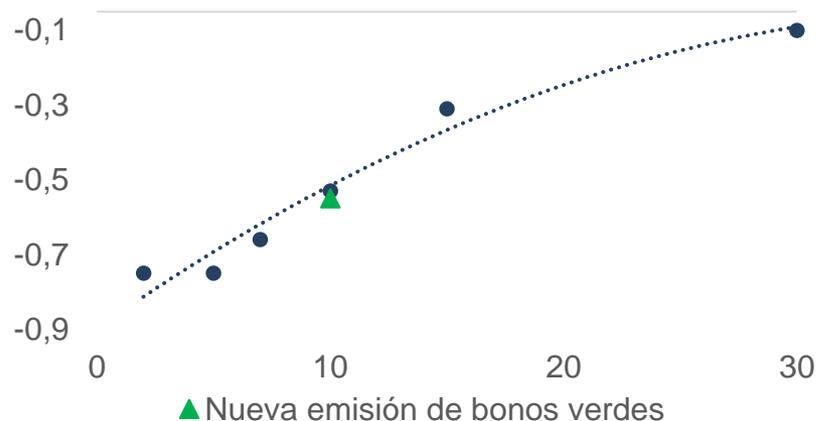
Características Green Twin Bonds

Diferencias y similitudes con respecto a gemelo convencional

Idéntico al gemelo convencional	Diferente al gemelo convencional
Segmento de maduración	Menor volumen de emisión
Cupón	Fecha de emisión posterior a la emisión inicial del gemelo convencional
Pago de interés	Diferente ISIN
Fecha de maduración	

Emisión bonos verdes a 10 años – greenium

Curva de rendimientos a 2 de septiembre de 2020



Fuente: The Journal of Environmental Investing , cálculos Casa de Bolsa 29



Corficolombiana

Trabajamos e invertimos en el progreso del país

CasadeBolsa
la comisión de bolsa de Grupo Anál

Emisión deuda verde soberana en Alemania

Green Twin Bonds

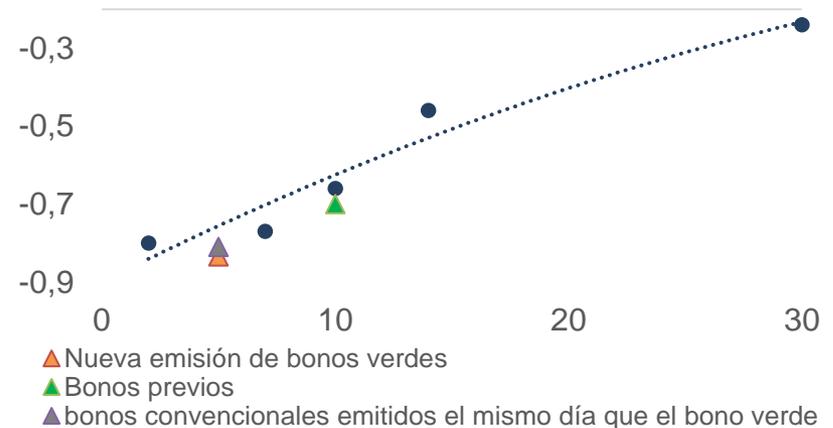
Alemania repitió este ejercicio el 4 de noviembre, emitiendo un gemelo verde a 5 años, el cual cotizó con un greenium de 1,5 pbs y a finales de noviembre de 2020 se había mantenido dentro de la curva soberana. **Al 31 de diciembre de 2020 el bono verde había registrado una volatilidad de precios ligeramente más baja a su gemelo convencional, tanto a 10 como a 30 días.** A pesar de que la República Federal de Alemania retuvo parte del bono para la intervención en el mercado, lo que podría estar contribuyendo a la estabilidad relativa, **los inversores prefieren instrumentos de menor volatilidad** lo que podría justificar el greenium en el mercado primario.

Dado que la emisión de los primeros TES Verdes en Colombia se hará en moneda local (segundo país en Latinoamérica en emitir deuda soberana temática en moneda local, después de Chile), **sería recomendable que la emisión se realice con la metodología Twin Bonds, de manera que las series emitidas tengan un buen nivel de liquidez** y puedan ser incluidas dentro de los índices de referencia.

En el caso de seguir esta recomendación, **el TES verde valoraría con la misma curva de rendimientos de los TES denominados en pesos.**

Emisión bonos verdes a 5 años – greenium

Curva de rendimientos a 4 de noviembre de 2020



Volatilidad Twin Bonds

Estudio a 31 de diciembre de 2020

Volatilidad del precio	Bono Verde (10Y)	Gemelo Convencional (10Y)	Bono Verde (5Y)	Gemelo Convencional (5Y)
10 días	3.142	3.144	1.306	6.77
30 días	3.384	3.435	1.375	4.41
60 días	4.026	4.044	1.587	1.585
90 días	3.667	3.680	-	-

Asset Allocation

Mercados desarrollados y emergentes

Una percepción de la asimetría de la información

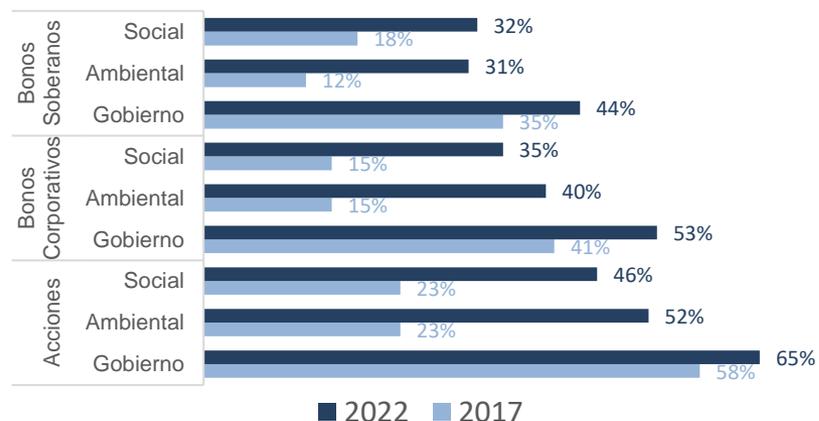
El mercado de bonos soberanos es uno de los más grandes del mercado de renta fija a nivel mundial. Los bonos soberanos son considerados comúnmente como bajos en riesgo e inclusive como libres de riesgo de impago comparados contra otros tipos de valores como deuda privada, acciones, entre otros, ya que los estados tienen la facultad de aumentar el recaudo tributario e imprimir dinero con el fin de poder pagar sus obligaciones financieras.

Pero estos títulos de valor no son inmunes a un aumento en el diferencial de rentabilidades o de riesgo de impago entre varios títulos soberanos, ya que llega a diferir para ciertos países, particularmente los denominados emergentes y frontera, porque las perturbaciones en los mercados de bonos soberanos es un riesgo que se presenta comúnmente en los mercados emergentes.

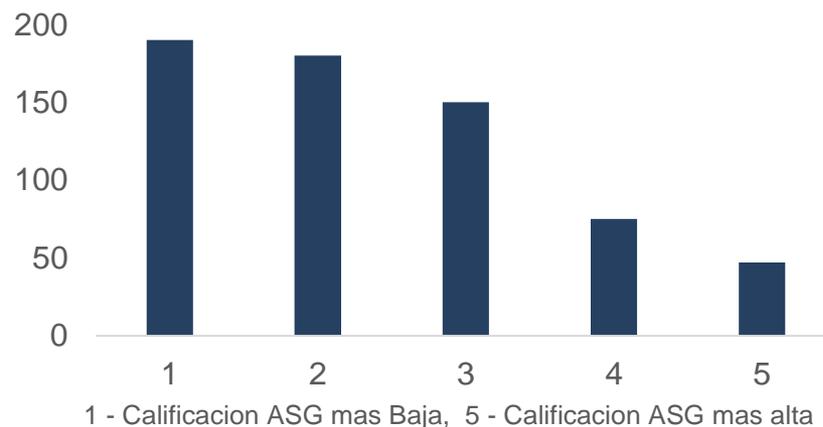
Es aquí donde los bonos soberanos con un desempeño agregado de factores ASG más alto tienden a tener un menor riesgo de incumplimiento, menores márgenes de Credit Default Swaps y, por ende, estos gobiernos y países tienen un menor costo de financiación de deuda.

Una mayor transparencia de la información de aspectos ASG dan como resultados datos macroeconómicos y financieros más precisos y transparentes mejorando el acceso a los mercados de capital internacionales y

Percepción del impacto de los factores ASG en los precios de activos



Promedio de los spreads de CDS por quintiles de aspectos ASG. A fecha de abril de 2019



Los países con un desempeño agregado de factores ASG más alto tienden a tener un menor riesgo de incumplimiento

reduciendo los diferenciales para las economías emergentes.

Con esto muchos índices de deuda soberana que incluyen los factores ASG están empezando a surgir tales como el JP Morgan's ESG EMBI Global Diversified Index, S&P's ESG Pan-Europe Developed Sovereign Bond Index, y el FTSE Climate Risk-Adjusted World Government Bond Index.

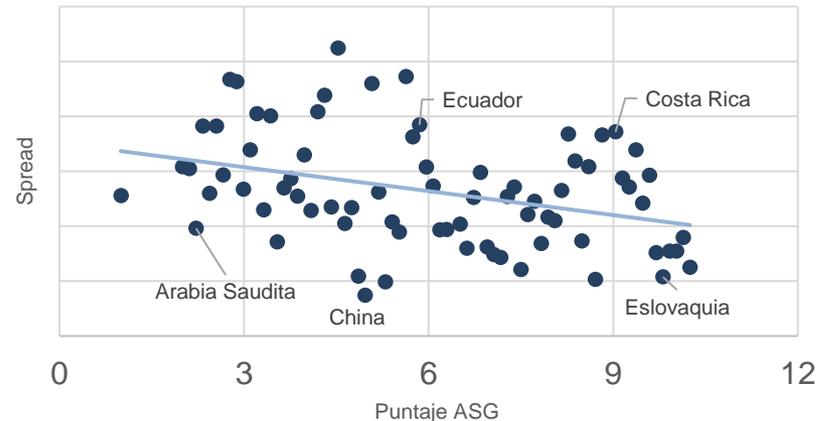
También cabe resaltar que existe una relación inversa entre el spread de los bonos soberanos de países emergentes con el puntaje global de factores ASG de un país.

En un estudio realizado por Nicolas Jaquier (**Allianz 2019**) se propuso investigar esta relación. En este estudio se seleccionaron indicadores con base en 3 consideraciones:

i) Que tan bien el indicador captura la magnitud del aspecto, como por ejemplo la calidad de la educación o la independencia de poderes, ii) la amplitud de la credibilidad de la fuente de información del país, iii) que tanto control tiene el gobierno en la implementación de políticas que puedan afectar directamente al indicador.

En total 18 indicadores fueron seleccionados, de los

Relación entre el puntaje agregado de factores ASG y el Spread de bonos soberanos de países emergentes



Relación entre los aspectos ASG y los Spreads soberanos

Relación dispersa, pero estadísticamente significativa

cuales se realizó un promedio ponderado de los 18 indicadores para generar un puntaje agregado de factores ASG para cada país emergente.

Una vez se obtiene el puntaje agregado de factores ASG se compara con el spread de los bonos soberanos que presenta cada país emergente con respecto a un bono soberano de la misma maduración considerado como libre de riesgo.

En este estudio se demuestra que el puntaje agregado de ASG tiene una relación inversa con los spreads de los bonos soberanos de países emergentes, donde a mayor puntaje obtenga un país en el factor ASG menor será el spread que tendrá el bono soberano de ese país.

Esta relación es confirmada con un modelo de regresión lineal simple, el cual, aunque la relación no es perfecta debido a la gran dispersión de los datos de la línea de regresión, si hay evidencia estadística de una correlación inversa entre las dos variables.

Agencias Calificadoras

Agencias Calificadoras de Riesgo y criterios ASG

Perspectiva sobre Colombia

Los aspectos de gobernabilidad y soberanos son los que mayor impacto tienen a la hora de realizar un análisis crediticio de deuda soberana, ya que estos aspectos tienen un impacto directo en los derechos de los inversionistas. No obstante, los factores sociales y Ambientales también tienen un rol importante en la calificación crediticia soberana.

Moody's realiza sus calificaciones de riesgo soberano con base en 4 factores clave, solidez económica del país, solidez fiscal, confianza institucional y susceptibilidad a un evento de riesgo.

Según Moody's Colombia está expuesta a riesgos ambientales, ya que fenómenos naturales como la niña pueden causar inundaciones que generen pérdidas económicas en el sector agricultor.

En cuanto a aspectos sociales, Moody's resalta que la inmigración de 1,4 millones de venezolanos contribuyeron a aumentar el crecimiento económico en 0,25% en el año 2019, lo cual condujo a un aumento en la productividad de la economía de Colombia, pero esto también generaría un aumento del gasto fiscal del estado colombiano para atender las necesidades sociales de esta población.

Para Moody's en aspectos gubernamentales, Colombia

presenta algunas debilidades, las cuales mencionan el control de la corrupción y el uso del poder. Pero resaltan aspectos positivos como el fuerte trabajo para mantener en control la política monetaria y la política fiscal y el cumplimiento con el pago de la deuda soberana.

La calificadora Fitch, genera un puntaje de aspectos ASG el cual califica 15 elementos de riesgo individuales en una escala de 1 a 5, donde 1 es un elemento irrelevante y 5 es un elemento clave y fundamental para la perspectiva crediticia.

En el caso de Colombia, Fitch puso una calificación de Relevancia de aspectos ASG de 5 para los elementos de estabilidad política, derechos humanos, calidad regulatoria de la corrupción institucional. Aquí se refleja que Colombia se encuentra en el percentil 45 del ranking de World Bank Governance Indicators (WBI), en donde detallan que se ha presentado cambios transicionales de poder pacíficos, pero tiene un nivel moderado en la capacidad institucional, uso de poder y un nivel moderado de corrupción y también presenta un nivel pobre de estabilidad política.

La metodología de calificación de riesgo soberano de Standard & Poor's está basado en la calificación de 5 dimensiones las cuales son Institucional, económico, externo, fiscal y monetario. En particular, la categoría

Standard & Poor's y perspectiva de Lazard sobre Colombia

Un largo camino por mejorar

institucional, mide aspectos como el manejo gubernamental histórico de crisis políticas, nivel percibido de corrupción, independencia de poderes y de diferentes agencias y de órganos de control.

Standard & Poor's también considera algunos factores sociales, tales como el nivel de orden público y social, movilidad e inclusión social, capacidad de las institucionales gubernamentales para responder a problemas sociales y la inclusión de todo tipo de grupos religiosos, étnicos y políticos.

En aspectos ambientales, Standard & Poor's cree que los impactos de esta categoría pueden ser un poco más limitados a la calificación crediticia soberana, pero de todas formas pueden influir en el desempeño económico de un país, particularmente si la infraestructura es vulnerable ante desastres naturales.

Según un análisis de del impacto de los factores ASG publicado por **Lazard (2020)** Colombia tiene muchos aspectos ASG por mejorar.

Colombia comparado con todos los países de calificación crediticia BBB- presenta calificaciones favorables en aspectos como Facilidad de realización de negocios, y desempeño medio ambiental, mientras que posee calificaciones promedio en aspectos como control

de corrupción, competencia comercial global e independencia de poderes.

En las categorías que tiene un desempeño pobre son estabilidad política, desarrollo humano, libertad de prensa y efectividad gubernamental, categorías las cuales resaltan que hay mucho por mejorar.

Desempeño de Colombia en aspectos ASG



Relación con el inversionista

Compromiso con la comunicación de factores ASG

Emisores de acciones tienen una mayor comunicación con sus inversionistas

El compromiso con los factores ASG es muy importante para realizar inversiones responsables en todos los tipos de activos, ya que, bajo los 6 principios de inversiones responsables, se busca que no solo los factores ASG sean incorporados en el análisis de inversiones y en los procesos de toma de decisiones, sino que también que los emisores realicen una comunicación adecuada y constante sobre los aspectos ASG.

Históricamente el compromiso y diálogo para temas específicos de factores ASG no ha presentado una gran relevancia, ya que estos temas requieren de más información y comunicación con los emisores soberanos. Los inversionistas al mantener un compromiso y comunicación con los emisores no buscan realizar lobbying u obtener algún tipo de beneficio, sino que buscan valorar de manera adecuada el precio y los riesgos asociados a un bono ASG.

Algunos inversionistas han optado por realizar reuniones con funcionarios públicos con el objetivo de promover la comunicación de información ASG relevante para el análisis crediticio. En la mayoría de los casos, los inversionistas están interesados con los factores que generan beneficios para los ciudadanos del país emisor, como por ejemplo la reducción del nivel de corrupción.

Los emisores de acciones son los que presentan una

mayor costumbre de realizar y mantener una constante comunicación con sus inversionistas. Los inversionistas de renta variable tienen acceso a reuniones anuales, comunicaciones trimestrales por parte de los analistas y cuentan con derechos de voto para participar, apoyar o desafiar la gerencia administrativa y sus decisiones estratégicas. Estos mecanismos pueden ser usados por los inversionistas para preguntar y monitorear diferentes aspectos ASG dentro de la política corporativa del emisor.

Los inversionistas de bonos han procurado tener una comunicación con diferentes emisores corporativos y soberanos, esto con el fin de comprender mejor los riesgos, las oportunidades y para tener una imagen más clara sobre aspectos como el riesgo crediticio y los fundamentales económicos. En el caso de los títulos soberanos, los fundamentales macroeconómicos que más se indaga son la perspectiva de crecimiento económico a largo plazo y la trayectoria de la deuda fiscal.

En la práctica los canales de comunicación, información y la relación entre inversionistas y los emisores de renta fija pueden variar dependiendo si el emisor es corporativo o soberano. Esas diferencias se evidencian en el acceso a información, el estatus legal y las obligaciones del emisor.

El acceso a la información de aspectos ASG puede ser difícil

Una mayor transparencia conduce a un menor costo de financiamiento

La diferencia de la relación de los inversionistas con los emisores de deuda corporativa y de deuda soberana comprende el acceso a la información, ya que los emisores de deuda corporativa generalmente tienen analistas dedicados a relaciones con inversionistas, los cuales pueden ser consultados para despejar dudas sobre aspectos ASG, mientras que el acceso a información ASG de un emisor de deuda soberana generalmente proviene de funcionarios públicos, los cuales generalmente tienen poco tiempo disponible para brindar información y despejar dudas.

También se resalta que el tiempo de permanencia de los funcionarios de alta dirección en las corporaciones suelen ser por periodos largos los cuales son en promedio 22 años, lo que permite una continuidad de aspectos ASG en el plan estratégico a largo plazo de las corporaciones y evita que se busquen objetivos y resultados de corto plazo.

Para los emisores de deuda soberana se encuentra que existe el riesgo que los factores ASG puedan estar en constante modificación debido a la búsqueda de objetivos y resultados de corto plazo. Esto es generado en parte por el corto periodo de gobierno de las mayorías de democracias del mundo, el cual en promedio son de 4 años.

En cuanto a las obligaciones financieras y las garantías de deuda los bonos corporativos y los bonos soberanos se diferencian ya que para los bonos corporativos el título está respaldado por una serie de cláusulas, también cuentan con prioridad en el pago de obligaciones, liquidación de activos y en el flujo de caja generado por el emisor corporativo, mientras que para los bonos soberanos hay menos cláusulas de impago y si un estado incumple sus obligaciones financieras el proceso de redimir los derechos del título podría ser difícil.

Si el compromiso de la comunicación de aspectos ASG por parte del emisor soberano se hace de manera eficaz, puede reducir el riesgo soberano y costos de financiamiento, ya que hay mayor transparencia en la información relevante para el análisis crediticio soberano, lo cual mejora la eficiencia de los mercados de valores locales. Además, políticas mejoradas y claras pueden mejorar el entorno empresarial de un país, que a su vez reduce el riesgo de inversión del país, esto apoya el crecimiento económico y podría garantizar niveles de endeudamiento más sostenibles.

En el caso de los TES verdes, la relación con los inversionistas, en principio, la realiza el director de relación con inversionistas del MHCP y el Departamento Nacional de Planeación (DNP).

Diferencia entre emisores de deuda corporativa y soberana

Aspectos Legales y acceso a la información

Diferencia de las relaciones de inversionistas con los emisores

Bonos Corporativos	Bonos Soberanos
Aspectos legales	
Capital financiero protegido una serie de cláusulas y contratos legales	Menor cantidad y detalle de cláusulas de impago
Las expectativas de los inversionistas proporcionan una señal importante para la gestión y puede influir en las estrategias	Instituciones políticas variadas. Los tenedores de bonos pueden comunicar opiniones y expectativas sobre planes fiscales, objetivos económicos, reformas estructurales, aunque las autoridades soberanas conservan el poder de establecer políticas
Obligaciones del emisor	
Los inversionistas de bonos están priorizados y tienen una mayor jerarquía en la corporación sobre los accionistas en caso de generarse un impago en las obligaciones financieras	En caso de no poder pagar las obligaciones financieras los procesos para redimir los derechos de los inversionistas son variados y demorados
Acceso a los emisores	
Acceso a relaciones con inversionistas y representantes de alta gerencia del emisor	El acceso a información gubernamental y ASG es muy variado, puede ser con la oficina de administración de deuda de un país, o con el ministro de hacienda o con funcionarios del banco central
Estructuras y jerarquías corporativas bien definidas	El acceso a funcionarios públicos que poseen información ASG relevante puede ser difícil
Promedio de permanencia de miembros de alta gerencia de 22 años, lo que promueve la continuidad y el trabajo de objetivos de largo plazo	Los calendarios de elecciones gubernamentales pueden variar, en promedio son de 4 años y podrían generar cambios constantes en políticas ASG y podría incentivarse el cumplimiento de objetivos de corto plazo

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Priorización de factores ASG en la toma de decisiones

Más de 3.000 instituciones se han adherido a los PRI

Los inversionistas en bonos soberanos buscan una mayor comprensión, transparencia y diálogo en relación con los objetivos de sostenibilidad, el desempeño, el uso de los ingresos, la capacidad institucional y factores similares al tomar decisiones de inversión.

Incluso los administradores de deuda que dependen únicamente de una base de inversionistas convencionales enfrentan cada vez más preguntas sobre temas como derechos humanos, desigualdad de ingresos, capital humano, transición y seguridad energética, riesgo de desastres naturales, uso de la tierra, conservación de la biodiversidad y avances en los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).

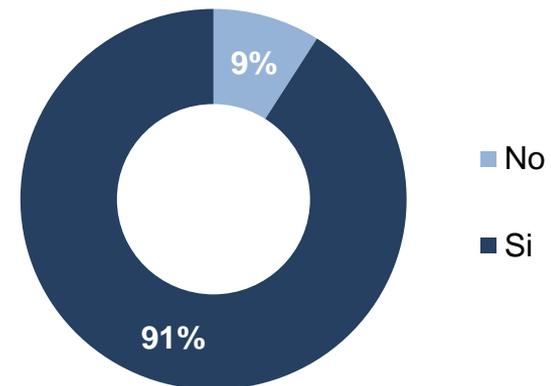
Por esto, los inversionistas están evaluando cómo estos factores afectan el rendimiento financiero de sus inversiones. A marzo de 2020, más de 3000 instituciones que representan aproximadamente \$100 billones de dólares en activos bajo administración se habían adherido a los Principios de las Naciones Unidas para la Inversión Responsable (UN PRI), afirmando su compromiso de incorporar las cuestiones ASG en el análisis de inversiones y la toma de decisiones.

Pero los emisores de deuda soberana, especialmente los de mercados emergentes, no tienen una comprensión clara de las cuestiones ASG que son

relevantes para los inversionistas. La disponibilidad de datos es un problema importante, al igual que la necesidad de equilibrar los mayores costos y beneficios de una mayor comunicación e informes.

Esta situación pone de relieve una desconexión entre inversores y emisores. Los inversionistas esperan cada vez más que la información ASG se integre en la estrategia de comunicación general del soberano durante todo el proceso de inversión.

Gestores de deuda que recibieron preguntas ASG por parte de sus inversionistas



Área de relación con el inversionista

Medias para la mejora de transparencia

Algunas Oficinas de Administración de Deuda (DMO) tienen una oficina de relaciones con los inversores (IRO) dedicada a la comunicación con los inversores, los distribuidores principales y las agencias de calificación.

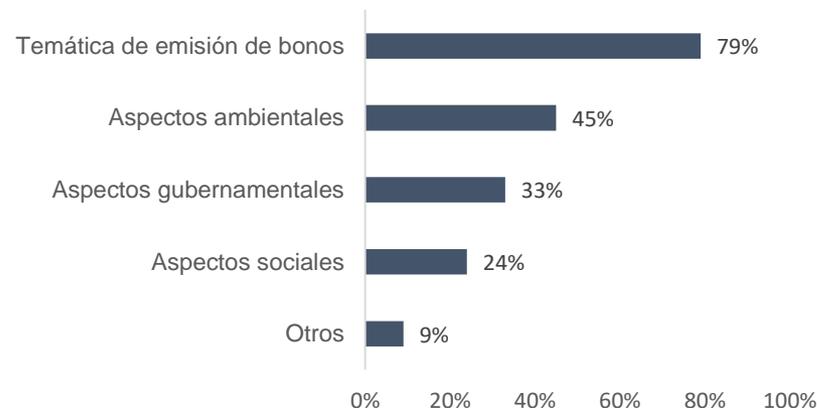
Aunque en otros casos se presenta que existen algunas DMO que no cuentan con una IRO. En estos casos particulares, las DMO asignan áreas como el front office como punto de contacto con los inversores, mientras que el back office y el middle office proporcionan la información y el análisis de la deuda.

En la Encuesta de gestores de deuda, para Colombia se indicó que periódicamente se atiende a las preguntas de los inversores compartiendo los informes de los ODS preparados por el Departamento Nacional de Planeación y el Departamento Nacional de Estadística. Las funciones formales de relaciones con los inversores están bien establecidas en la Subdirección de Financiamiento Externo.

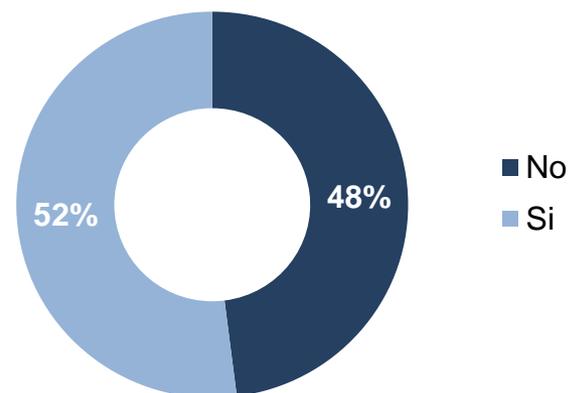
La DMO lleva a cabo reuniones periódicas con inversores nacionales y externos, prepara material de divulgación, mantiene una lista de correo activa de las partes interesadas y está a cargo de los road shows, entre otras actividades de relaciones con los inversores.

Muchas Agencias Crediticias e inversionistas están

Gestores de deuda a quienes se les preguntó por información ASG por tipo de categoría



Emisores que cambiaron su comunicación y su material de divulgación para incorporar los factores ASG



Información de aspectos ASG en riesgo crediticio

Riesgos ambientales, sociales y Gubernamentales

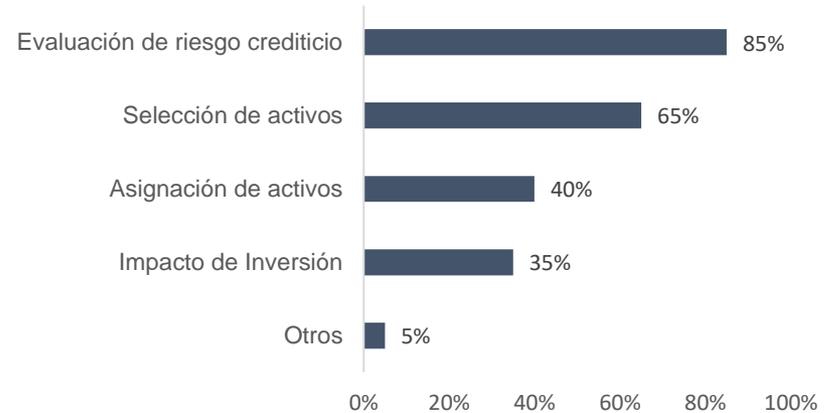
empezando a incluir aspectos ASG en su metodología de evaluación de riesgo soberano. La importancia de los aspectos ASG en el riesgo soberano se está evidenciando dado a que 150 inversionistas que poseen \$30 trillones de dólares en activos y 19 agencias crediticias incluyendo S&P, Fitch y Moodys, firmaron la declaración PRI sobre los aspectos ASG, en donde compromete a todos los firmantes del acuerdo a incluir estos aspectos en sus análisis crediticios para lograr una mejora sistemática en la transparencia.

El reto actual es integrar estos factores dentro del análisis crediticio y soberano, ya que aún no hay una definición uniforme sobre que constituye un riesgo de ASG. De manera que los riesgos Ambientales, Sociales y Gubernamentales son evaluados por aparte. Algunas definiciones de estos riesgos son:

Riesgo Ambiental: Son el impacto del cambio climático, escasez de agua y sobreexplotación de recursos naturales entre otros, los cuales pueden impactar en la estructura de ingresos, gastos y en la economía de un país, como por ejemplo una inundación la cual dañe la infraestructura de un país.

Riesgo Social: Son cambios demográficos, de stock de trabajo, capital humano, educación y de distribución de la riqueza entre otros los cuales pueden alterar la fuerza

Inversionistas que usan información ASG en sus decisiones de inversión por tipo de aspecto



de trabajo y el desarrollo tecnológico de la economía de un país.

Riesgo Gubernamental: Son aspectos como la confianza institucional, percepción de corrupción, estabilidad política y efectividad gubernamental entre otros los cuales pueden generar cambios en la capacidad de un estado de cumplir sus obligaciones financieras. Un ejemplo de esto es un cambio repentino e inesperado de gobierno el cual se niegue a pagar la deuda soberana.

Casos de estudio

Prácticas actuales de los países en relación ASG

Caso Brasil y Chile

En la actualidad, las principales prácticas que se llevan a cabo por parte de los gobiernos emisores para dar a conocer su compromiso en cuanto a temas ASG y mostrarles mayor confianza a los inversores son:

1. Divulgación de sus planes fiscales
2. Reuniones con inversionistas potenciales (roadshows)
3. Eventos ad - hoc
4. Viajes de investigación por países
5. Colaboración de inversores

Dentro de las exigencias de los inversores en temas ASG se tienen en cuenta factores como los niveles de corrupción, la competitividad del país, su avance tecnológico, entre otros. Sin embargo, a medida que las prácticas de inversión responsable se arraigan más, **la creciente preocupación por los problemas ambientales y sociales podrían considerarse clave para los inversores.**

Caso Brasil

En 2019, uno de los grupos financieros más grandes de Europa del norte (Nodea Asset Management), **decidió suspender la compra de bonos soberanos brasileños en respuesta al gran incendio forestal que se presentaba en el Amazonas**, después de una reunión que se llevó a cabo en la embajada de Helsinki en Brasil, donde se discutieron temas como las

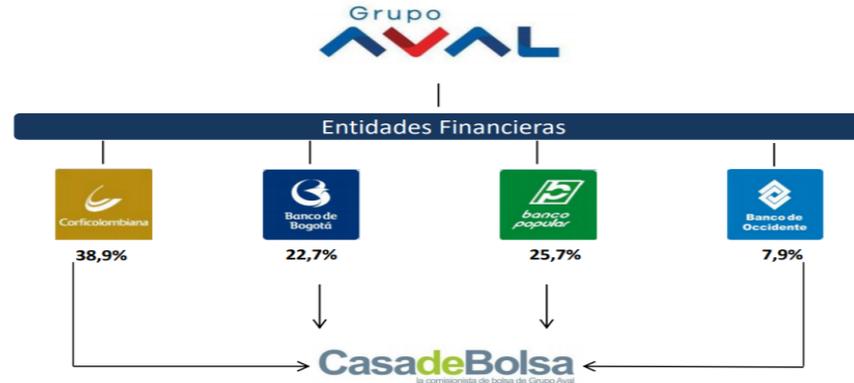
consecuencias ambientales y su impacto financiero en la economía brasileña. En respuesta a ello, en julio de 2020, un grupo de inversionistas institucionales presionó al gobierno Brasileño a tomar acciones para detener la deforestación en la Amazonía, haciendo que se enviara una carta a diez embajadas brasileñas de diferentes países expresando el papel de las entidades financieras en mitigar estos impactos ambientales y dando tranquilidad a los inversionistas sobre los riesgos financieros y ambientales de invertir en su país.

Caso Chile

Meses después de las extensas protestas sociales que se llevaron en Chile en 2019 debido a la desigualdad social y el costo de vida, el gobierno chileno emitió su primer bono soberano verde, para lo cual llevo a cabo diferentes giras en ciudades europeas y estadounidenses **dando a conocer más a profundidad sus estrategias ASG y sus planes para abordar estos temas que generaban desconfianza a los inversores.** La oficina de relaciones con los inversores de Chile también ha publicado presentaciones periódicas para inversores en su sitio web desde 2019 que abordan temas, métricas y objetivos ASG. **Las prácticas de las autoridades chilenas muestran su esfuerzo por llevar una mejor comunicación y transparencia con los inversores.**

¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Análisis y Estrategia	Juan David Ballén	juan.ballen@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22622
Analista Junior Renta Fija	Daniel Numpaque	daniel.numpaque@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22602
Analista Junior Renta Fija	Luis Felipe Sanchez	luis.sanchez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22710
Practicante Renta Fija	Jose Medina	jose.medina@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 23632
Gerente de Renta Variable	Omar Suarez	omar.suarez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22619
Analista Junior Acciones	Juan Felipe D´luyz	juan.dluyz@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22703
Analista Junior Acciones	Sergio Segura	sergio.segura@casadebolsa.com.co	602100 Ext 22636

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa forma parte del Conglomerado Financiero Aval.

Advertencia

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores. La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente. La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción. Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.

Análisis y Estrategia

Dirija sus inquietudes y comentarios a:

analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co | (571) 606 21 00 | Twitter: @CasadeBolsaSCB | www.casadebolsa.com.co

Bogotá

TEL (571) 606 21 00

FAX 755 03 53

Cra 13 No 26-45, Oficina 502

Edificio Corficolombiana

Medellín

TEL (574) 604 25 70

FAX 321 20 33

Cl 3 sur No 41-65, Of. 803

Edificio Banco de Occidente

Cali

TEL (572) 898 06 00

FAX 889 01 58

Cl 10 No 4-47, Piso 21

Edificio Corficolombiana



CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A.