



Vigilada Mineducación

Estructuración de un bono social para una caja de compensación familiar en Colombia

Por:

Sara Bustamante Barrientos

Álvaro José Torres Jiménez

Trabajo presentado como requisito parcial para optar al título de

Magíster en Administración Financiera

Asesora

PhD Pilar Beatriz Álvarez Franco

UNIVERSIDAD EAFIT

Medellín, julio 2022

Resumen

En la presente investigación, se estudia la emisión de un bono social en la bolsa de valores por parte de una caja de compensación familiar (CCF) en Colombia, teniendo en cuenta que estos instrumentos de deuda no han sido utilizados por empresas del sistema subsidiado familiar. Para ello, se hizo un estudio de las emisiones de bonos sociales en Latinoamérica y otras partes del mundo, que dieran elementos para identificar sus principales características, las temáticas de los programas financiados y sus indicadores de desempeño. Se recolectó información de las diferentes tasas de financiación que existen en el mercado de valores colombiano y se comparó con la tasa promedio a la cual se han emitido los bonos sociales. Posteriormente, se analizó la estructura financiera de La Caja, tal como la capacidad de pago y los flujos de caja proyectados que soporten dicha emisión. Como resultado, y bajo los principios ICMA, se elabora un documento tipo marco de referencia para la emisión de un bono social por parte de la CCF seleccionada, de tal manera que sea una guía para futuras emisiones sociales del sistema de subsidio familiar. Vale la pena resaltar que en todo el proceso investigativo se evidenció una limitante importante, y es la poca información disponible sobre este tipo de emisiones; aún no se encuentra mucha documentación académica específica de esta clase de investigaciones para Colombia, además la información sobre las tasas de mercado de los bonos sociales tampoco está fácilmente disponible, ya que se negocian con poca frecuencia y en su mayoría no hay muchas más negociaciones después de la emisión.

Palabras clave: caja de compensación familiar (CCF), bono social, parafiscalidad

Abstract

In this research, the issuance of a social bond in the stock market by a family compensation fund (CCF, by its acronym in Spanish) in Colombia is studied, taking into account that these debt instruments have not been used by companies of the family subsidized system. For that, a study of social bonds issued in Latin America and other parts of the world was carried out, which would provide elements to identify its main characteristics, the topics of the financed programs and their performance indicators. Information on different financing rates that exist in the Colombian stock market was collected and was compared with the average rate at which the social bonds have been issued. Subsequently, the financial structure of the compensation fund was analyzed, such as the payment capacity and the projected cash flows that support said issue. As a result, and under the ICMA principles, a reference framework document is prepared for the issuance of a social bond by the selected CCF, in such a way that it is a guide for future social issuances of the family subsidy system. It is worth to highlight that an important limitation was evidenced throughout the investigation process and is the poor information available on this type of emissions; there is still not much specific academic documentation for this kind of research in Colombia. Information on market rates for social bonds is also not readily available, since they are traded with little recurrence and for the most part there are not many more negotiations after the issuance.

Keywords: cajas de compensación Familiar (CCF), social bonds, parafiscalidad

CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	7
1. METODOLOGÍA	9
2. MARCO TEÓRICO.....	10
2.1. MARCO CONCEPTUAL.....	10
2.2. REVISIÓN DE LA LITERATURA	12
3. RESULTADOS: EMISIÓN DE UN BONO SOCIAL POR UNA CCF EN COLOMBIA ...	21
3.1. CONTEXTO DE LA CAJA DE COMPENSACIÓN SELECCIONADA	21
3.2. ETAPAS PARA LA EMISIÓN DEL BONO	31
3.2.1. <i>Proceso de calificación del emisor</i>	32
3.2.2. <i>Estructuración del bono</i>	33
3.2.3. <i>Etiquetado del bono</i>	41
3.2.4. <i>Aprobación de órganos competentes internos y entidades</i>	46
3.2.5. <i>Roadshow y colocación</i>	47
4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	48
4.1. CONCLUSIONES	48
4.2. RECOMENDACIONES.....	51
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	52

LISTA DE TABLAS

Tabla 1 Resultados de los indicadores de impacto de Empleando Futuro	15
Tabla 2 Comparativo entre las emisiones de bonos sociales en la BVC	18
Tabla 3 Descripción de la emisión Caja Los Andes de la Caja Los Andes.....	20
Tabla 4 Estado de la situación financiera de La Caja 2017-2022.	23
Tabla 5 Inventario de Fondeo de La Caja con entidades financieras	25
Tabla 6 Indicadores financieros de La Caja 2017-2021	25
Tabla 7 Estado de resultados separados de La Caja	27
Tabla 8 Resumen del P & G de La Caja del período 2017-2021	29
Tabla 9 P & G proyectado de La Caja para el período 2022-2030	34
Tabla 10 Flujos proyectados de La Caja para el período 2022-2030	35
Tabla 11 Tasas del mercado de valores (junio 2022)	39

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 Participación de los SIB en el mundo	13
Gráfico 2 Distribución los SIB por temática	14
Gráfico 3 Crecimiento de los ingresos de La Caja en el período 2017-2021	30
Gráfico 4 Proceso de estructuración y colocación de emisión de bonos en Colombia	31
Gráfico 5 Crecimiento de los ingresos proyectados de La Caja el perpiodo 2022-2030	33
Gráfico 6 Proyección de La Caja, número de estudiantes por año.....	45

INTRODUCCIÓN

En Colombia, a través de la bolsa de valores se han emitido más de \$2,1 billones en bonos destinados a financiar proyectos sociales. Dentro de los emisores se destacan Bancóldex, Icetex y Corficolombiana (Casa de Bolsa, 2022); sin embargo, a la fecha las cajas de compensación familiar (CCF) no han realizado emisiones de este tipo de bonos. Las CCF, que por la naturaleza de sus funciones desarrollan proyectos sociales, podrían evaluar esta alternativa de financiación para diversificar sus fuentes de fondeo, así como se ha hecho en Chile y Perú, donde en los últimos años este instrumento de deuda ha sido utilizado por sus cajas de compensación.

Por esta razón, el presente trabajo de investigación tiene como objetivo elaborar un documento tipo marco de referencia para la emisión de un bono social por parte de una caja de compensación familiar en Colombia, basado en los estándares de la Asociación Internacional de Mercado de Capitales (ICMA, por sus siglas en inglés International Capital Market Association). El propósito es que dicho documento pueda emplearse como guía en el sistema del subsidio familiar, a la hora de incursionar en emisiones de bonos sociales a través de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). El objeto de estudio se considera relevante por su carácter innovador en el mercado de renta fija en el país, al ser la primera emisión de bonos sociales por parte de una CCF.

Este trabajo está dividido en tres secciones. En la primera sección (capítulo 2), marco teórico, se presenta una referenciación de las principales características de los bonos sociales que han sido emitidos en el mundo, en Latinoamérica y en Colombia. En esta sección se identifican las tendencias de las temáticas de los programas sociales que están siendo financiados con estos bonos y la importancia de medir el desempeño de los proyectos a través de indicadores de impacto y

cobertura; finalmente, se describe la emisión de un bono social realizado por la caja de compensación Los Andes (2020), de Chile. En la segunda sección (capítulo 3), de resultados, se elabora un documento marco para la emisión de un bono social por parte de la CCF seleccionada. Para esto, se analiza la estructura financiera de la compañía, se identifica su *backlog* de iniciativas sociales por financiar y se proyectan sus estados financieros incorporando esta nueva deuda. También se detalla cómo esta CCF debe abordar cada una de las etapas la emisión, desde la calificación hasta la colocación en el mercado bursátil. Todo esto enmarcado en los principios de la *Guía del Procedimiento Voluntario para la Emisión de Bonos Sociales* (ICMA, 2021) y en los cuatro componentes de los bonos sociales (uso de recursos, proceso de selección y evaluación de proyectos, administración de los recursos y reportes). En la tercera sección (capítulo 5), de conclusiones y recomendaciones, se formulan sugerencias a la CCF seleccionada, sobre el mercado en el que debería hacer emisión (secundario), sobre la indexación de la tasa y sobre los esfuerzos que debe realizar para consolidar un paquete de garantías que mitigue el riesgo. Asimismo, se concluye que el resultado de los bonos sociales en la BVC ha sido positivo y que es favorable continuar explorando esta innovadora alternativa de financiación, en especial para empresas cuyo *core* del negocio esté relacionado con proyectos sociales.

1. METODOLOGÍA

El propósito de esta investigación era documentar un marco de referencia para la emisión de un bono social por parte de una Caja de Compensación (CCF) en Colombia. Para llevar a cabo el estudio y cumplir con los objetivos propuestos, se revisan las emisiones de bonos sociales (instrumentos financieros cuyos recursos se invierten en programa sociales) en el mundo y en América Latina, que han sido referentes para otros emisores, con el fin de identificar las principales tendencias respecto a las tipologías de proyectos sociales para financiar y a los indicadores de desempeño empleados para el seguimiento de los bonos sociales. Luego se desarrolla un análisis financiero y de endeudamiento de la caja, que incluye la estructura del estado de situación financiera y de resultados históricos (2017-2022), su capacidad de pago y sus proyectos de expansión por unidad de negocio.

El trabajo finaliza con el análisis de la viabilidad de un nuevo endeudamiento, a través la emisión de un bono social en la BVC para la CCF seleccionada, para lo cual se recopiló información de la CCF suministrada por el gerente del proyecto y por la consultoría externa que apoya el proyecto, se determinó el *pricing* del bono con base en las tasas del mercado y se hizo una referenciación de bonos emitidos por otras entidades en el mundo, que permitiera confirmar si esta figura de financiación era una buena alternativa para el sistema del subsidio Familiar en Colombia.

2. MARCO TEÓRICO

2.1. MARCO CONCEPTUAL

Los bonos son títulos de deuda que pueden ser utilizados por el sector público o privado como fuente de financiación. Con este instrumento, el pagador se compromete a devolverle al tenedor el monto inicial en un plazo determinado y a pagar los intereses causados en el período. Algunos bonos son diseñados para financiar proyectos con finalidades muy puntuales enfocadas a promover los objetivos de desarrollo sostenible (ODS) de la Organización de las Naciones Unidas (ONU). Estos son los denominados bonos etiquetados, o temáticos, dentro los cuales se destacan los bonos verdes, los bonos sociales y los bonos sostenibles; los primeros, financian proyectos ambientales; los segundos, proyectos sociales, y los terceros, abarcan la combinación de ambos fines (Sarandi, 2021).

Cada tipo de bono etiquetado tiene unas características y estándares que les permiten a los pagadores y a los inversionistas transar en el mercado de una manera regulada y confiable. Para el caso de los bonos sociales, existe la guía *Los Principios de los Bonos Sociales* (SPB, en inglés SBP, por sus siglas *social bond principles*) creada por el ICMA (2021), que establece las mejores prácticas referentes a esta temática y detalla los cuatro elementos fundamentales para este tipo bonos, que se describen a continuación.

Uso de los fondos: los recursos captados por la emisión deben ser utilizados para obtener beneficios sociales claros, específicos, alcanzables y cuantificables. Dentro de las principales categorías de proyectos para financiar con bonos sociales están: infraestructura básica asequible

(agua potable, saneamiento, transporte, energía), acceso a servicios esenciales (salud, educación, salud médica), generación de empleo, financiación a microempresas y enfoque en género.

Asimismo, la población objetivo para el uso de los fondos debe contar con alguna de estas características: vivir por debajo de la línea de pobreza, pertenecer a comunidades excluidas o marginadas, personas con discapacidad, migrantes, desplazados, personas con baja escolaridad y desempleados.

Proceso para la selección y evaluación de proyectos: el emisor debe comunicar a los inversionistas los criterios que tendrá en cuenta para seleccionar, depurar y priorizar los proyectos a financiar con el bono, de tal manera que los proyectos elegidos sean acordes con el uso de los fondos. A manera de ejemplo, un bono social que esté destinado a fondear créditos de educación para niños de bajos recursos, debe clarificar los criterios para seleccionar a los niños que acceden al programa, para esto puede ser útil una matriz de elegibilidad que pondere factores como el estrato social y el grado de escolaridad (ICMA, 2021).

Administración de fondos: el emisor debe establecer las políticas para la gestión de los recursos elaborando un plan de control presupuestal, de tal manera que los fondos se destinen exclusivamente para los proyectos elegibles. En caso de tener fondos pendientes por asignar, estos deben mantenerse en otros instrumentos de alta liquidez y bajo riesgo. Adicionalmente, se debe contratar a un auditor externo para hacerle seguimiento al uso adecuado de los fondos y para emitir un concepto imparcial de la gestión de estos (ICMA, 2021).

Informes: el emisor debe mantener información disponible y actualizada para el inversionista, sobre el uso de los fondos y sobre los hechos relevantes que impacten la emisión. Estas publicaciones deben renovarse con periodicidad anual, y en ellas se deben incorporar los seguimientos a los indicadores que permiten evaluar el desempeño de los proyectos financiados con la emisión (ICMA, 2021).

2.2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

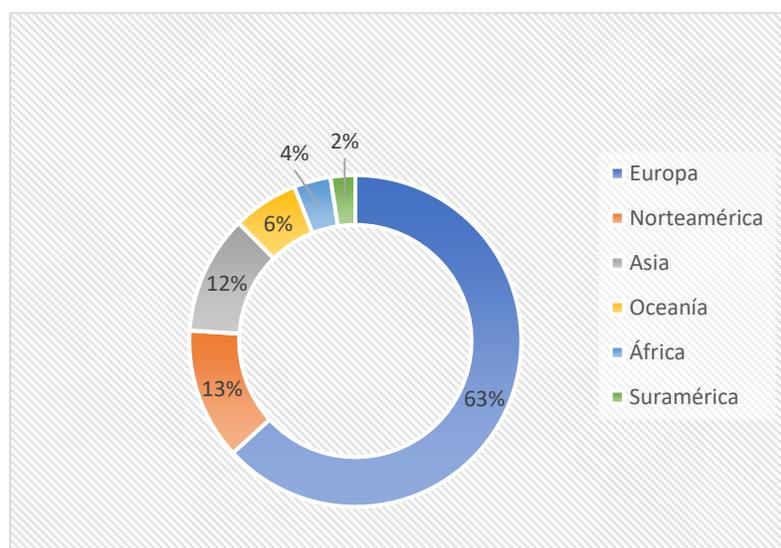
Los bonos sociales pueden distinguirse en dos tipologías, dependiendo de la incidencia de los indicadores del proyecto en la rentabilidad del bono: los bonos con impacto social (SIB) y los bonos sociales de uso por ingresos. Los primeros, son los bonos con impacto social (SIB) o bonos sociales vinculados a indicadores clave (KPI, por sus siglas en inglés, *key performance indicator*), que se caracterizan porque sus pagos son variables y dependen directamente de los efectos medibles del proyecto financiado. Este tipo de bono social ha sido utilizado principalmente por entidades gubernamentales como una manera de conectar las problemáticas de la nación con la inversión del sector privado (Sarandí, 2021). Los segundos, son los bonos sociales de uso por ingresos, que tienen pagos predeterminados y no son condicionados al desempeño de los proyectos financiados. Un ejemplo de estos son los bonos sociales que se emiten en el mercado bursátil y se comportan como un bono ordinario. Tanto en los SIB como en los bonos de uso por ingresos la guía ICMA (2021) sugiere implementar métricas cuantitativas que respalden el impacto del uso del bono.

El primer bono con impacto social (SIB) fue emitido por el gobierno del Reino Unido en 2010. Su objetivo era financiar el programa *One Service*, el cual buscaba disminuir el riesgo de reincidencia de los presos de Peterborough luego de su liberación. El esquema de pagos de este SIB se activaba

si el porcentaje de disminución de reincidencia de la totalidad de proyecto era de 7,5%, o si cada cohorte, de manera independiente, alcanzaba una disminución en reincidencia del 10%. El resultado final del bono fue positivo, logrando un indicador de desempeño del 9% versus la meta del 7,5% (Dorsett, 2017). Posteriormente, otros países incursionaron en estas emisiones SIB. Las SIB cuentan hoy con 250 emisiones en el mundo, distribuidas tal como muestra el gráfico 1, donde se aprecia una participación predominante de Europa y Norteamérica. Con cifras a junio de 2022, el top tres de países emisores es Reino Unido, con 89 SIB; Estados Unidos, con 27 SIB, y Portugal, con 23 SIB (Government Outcomes Lab, 2022).

Gráfico 1

Participación de los SIB en el mundo



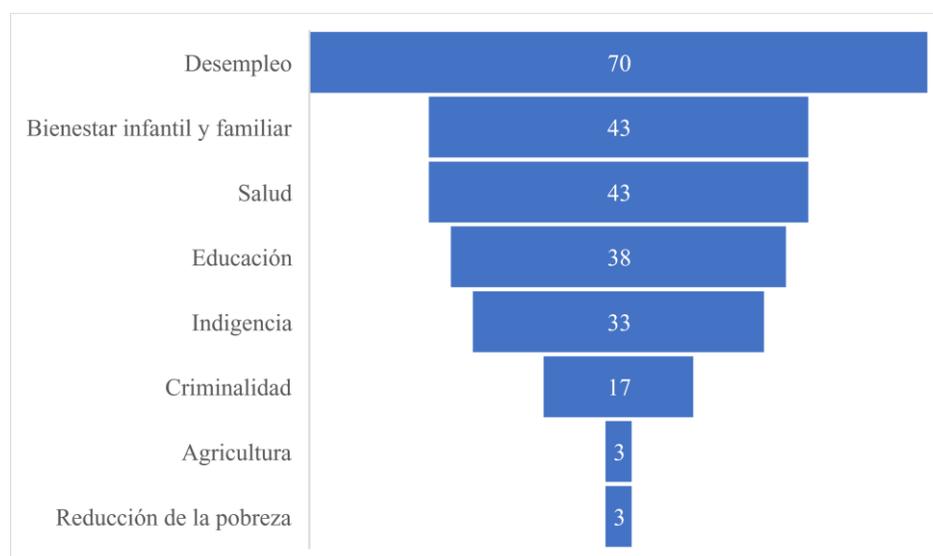
Nota. Elaboración de los autores, con base en Government Outcomes Lab (2022).

A su vez, el gráfico 2 presenta, en número de SIB, la distribución de los bonos en el mundo por cada una de las problemáticas sociales abordadas. En este gráfico se resalta la participación de los tres primeros tópicos: desempleo, bienestar infantil y familiar y salud, con 70 SIB, 43 SIB y 43

SIB, respectivamente, lo cual representa el 62% del total de SIB en el mundo; sin embargo, al revisar las cifras por continente, la prelación de los temas de los proyectos financiados cambia. En África, por ejemplo, el 55% de los SIB son para salud, y en Norteamérica predomina, con un 28%, el tema de criminalidad (Government Outcomes Lab, 2022).

Gráfico 2

Distribución los SIB por temática



Nota. Elaboración de los autores, con base en Government Outcomes Lab (2022).

Paralelamente en Latinoamérica, el 66% de los SIB son destinados a combatir el desempleo. En esta región se han emitido seis bonos, siendo Colombia el país pionero, con tres emisiones (Government Outcomes Lab, 2022). Su primer SIB tuvo lugar en 2017, con el programa Empleando Futuro, cuyo propósito era mejorar la colocación laboral y mantener un porcentaje de retención del empleo. Su población objetivo eran jóvenes que se encontraban en niveles de pobreza y eran víctimas del conflicto armado (García y otros, 2021). Los resultados en los indicadores de impacto que se definieron para moderar la rentabilidad se ilustran en la tabla 1. Adicionalmente, en términos

financieros, el proyecto tuvo una tasa interna de retorno (TIR) de 12,06%, con una inversión inicial de \$835 millones y con un pago total de \$2,4 billones a los inversionistas (De la Peña, 2021).

Tabla 1

Resultados de los indicadores de impacto de Empleando Futuro

Métricas de pago	Definición	Resultados (% sobre población objetivo)
Colocación laboral	Si los participantes intervenidos consiguen empleo formal, los inversionistas recuperan el 50% del pago per cápita.	899 personas (117%)
Retención laboral por tres meses	Si los participantes que consiguen la colocación además mantienen el empleo durante tres meses, los inversionistas recuperan el otro 50% del pago per cápita.	677 personas (88,4%)
Retención labora por seis meses	Bonificación del 10% a los inversionistas si los participantes mantienen el empleo a seis meses.	313 personas (60,9% de los participantes de la 1ª fase)

Nota. Elaboración de los autores, con base en De la Peña (2021).

En los últimos años se ha debatido si los bonos sociales de uso por ingresos son suficientes para financiar las problemáticas de sostenibilidad o si se requieren otras alternativas con mayor foco en los resultados, tal como lo hacen los SIB. Lo anterior, dada la necesidad de tener la certeza de que, efectivamente, el capital invertido genera un impacto cuantificable en la población objetivo (Sarandi, 2021); sin embargo, pese a que la rentabilidad de los bonos sociales de uso por ingresos

no se condiciona por KPI, estos bonos han permitido diversificar el mercado bursátil, surgiendo como un título de renta fija bajo la modalidad de bono ordinario, que puede ser generado por los emisores ya inscritos en las bolsas de valores o por nuevos emisores. En estas transacciones no es necesaria la intervención de organismos gubernamentales, sino que pueden darse directamente entre pagadores e inversiones del sector privado.

El primer bono social en la Bolsa de Valores de Colombia fue emitido en mayo de 2018 por Bancóldex, que es una sociedad anónima de economía mixta, vinculada al Ministerio de Comercio, Industria y Turismo (MinCIT), y que opera como banco de segundo piso para financiar las necesidades de capital de trabajo y de activos fijos de proyectos o empresas en Colombia. El monto de la emisión fue de \$400.000 millones, y su calificación, otorgada por BRC Standard & Poor's fue AAA. Sus recursos se emplearon en proyectos de inclusión financiera, a través de la financiación a micro y pequeñas empresas, a empresas rurales, a mujeres dueñas de empresas y a víctimas del conflicto armado dueñas de empresa, y como indicadores de desempeño se tuvieron en cuenta métricas de cobertura asociadas al número de empresas financiadas y al monto desembolsado en préstamos (Sustainalytics, 2018).

Posteriormente, en diciembre de 2020 incursionó un segundo emisor de bonos sociales en la BVC, el Icetex, que buscaba diversificar en las fuentes de fondeo para su operación, ingresar al mercado de valores y consolidarse como un emisor recurrente (Icetex, 2020). Los recursos de este bono estaban destinados a la colocación de renovaciones y de créditos nuevos de fomento educativo en las líneas de crédito de su programa Tú Eliges. La selección y priorización de los estudiantes que se iban a financiar se hizo de acuerdo con un modelo de puntuación que tenía en cuenta siete variables, cada una con un ponderado dentro del modelo: mérito académico (30%), acreditación

(40%), regionalización (3%), IES-IPN (15%), nivel de formación (4%), estrato (4%), nivel del Sisben (4%). Asimismo, es necesario hacerle seguimiento a la destinación de los recursos, y para esto se publica de manera anual el detalle del uso de los fondos, donde en este especifica el monto desembolsado a la población objetivo discriminándolo por estrato, por género y por nivel de educación (BDO, 2021).

Con corte a abril de 2022, en la Bolsa de Valores de Colombia se han realizado ocho emisiones de deuda privada con objetivos sociales por un total de \$2,1 billones, con un *bid to cover* de 1,7x. Asimismo, se han emitido 15 series, de las cuales el 64% están indexadas al IPC, el 17% a la UVR, el 10% son tasa fija y el 9% son indexados al IBR. Los plazos más recurrentes en las emisiones han sido tres y cinco años, con una participación del 52% de los casos (Casa de Bolsa, 2022).

Las necesidades de financiación de proyectos sociales posteriores a la pandemia han sido un escenario ideal para este instrumento. Solo en el 2021 se emitieron bonos sociales por un valor de \$1,2 billones, que representan más del 60% del total de bonos sociales emitidos por bolsa en la historia de Colombia (Forbes, 2021).

En la tabla 2, se evidencia cómo a partir del 2021 repuntan este tipo de emisiones; además, se aprecian las calificaciones de las emisiones, las cuales en su mayoría son AAA; finalmente, las tasas de los bonos sociales emitidos se comparan con instrumentos financieros de la misma calificación, lo cual da como resultado que en todos los casos el *spread* es positivo, a excepción de las emisiones de Bancóldex. Esto podría atribuirse a que es una entidad de economía mixta y a que su solidez mitiga el riesgo, lo cual se ve reflejado en la tasa.

Tabla 2

Comparativo entre las emisiones de bonos sociales en la BVC

Fecha de la subasta	Plazo (años)	Emisor	Calificación	Colocación (MM COP)	Indicador	Tasa corte	Tasa de referencia	Spread (PBS)	Financiero AAA	Spread (PBS)*
may-18	5	Bancóldex	AAA	100.000	IPC	2,85%	2,82%	3	3%	-15
may-18	3	Bancóldex	AAA	100.000	TF	6,05%	5,28%	67	6,07%	-2
may-18	3	Bancóldex	AAA	200.000	IBR	1,15%	NA	NA	1,30%	-15
dic-20	5	Icetex	AAA	162.570	IPC	1,97%	0,81%	116	1,57%	40
dic-20	15	Icetex	AAA	201.363	UVR	3,32%	2,59%	73	ND	ND
feb-21	3	Banco W	AA+	160.000	IPC	1,49%	0,12%	137	0,96%	54
jun-21	2	Bancamía	AA+	120.541	IPC	1,98%	0,80%	118	1,83%	15
oct-21	5	Corficolombiana	AAA	100.000	IPC	2,90%	2,45%	45	2,64%	26
oct-21	12	Corficolombiana	AAA	400.000	IPC	4,15%	3,70%	45	3,87%	28
dic-21	12	Bogotá D. C.	AAA	103.000	IPC	4,35%	3,72%	63	4,15%	20
dic-21	20	Bogotá D. C.	AAA	59.271	UVR	4,53%	3,97%	56	4,32%	21
dic-21	5	Icetex	AAA	157.350	IPC	3,69%	2,85%	84	3,65%	4
dic-21	10	Icetex	AAA	38.000	IPC	4,23%	3,45%	78	4,16%	7
dic-21	15	Icetex	AAA	97.374	UVR	4,36%	3,80%	56	4,23%	13
ene-22	3	Mi Banco	AAA	112.500	TF	9,00%	7,75%	125	8,61%	38

* PBS: puntos básicos

Nota. Tabla de elaboración propia, a partir de información tomada de Casa de Bolsa (2022).

Por otro lado, con el fin de tomar como referencia la emisión de un bono social por una caja de compensación, se identifica que un símil en Latinoamérica es el sistema subsidiado en Chile. La Caja Los Andes de Chile ha realizado más de 20 emisiones sociales desde 2016 hasta la fecha, lo que supone la viabilidad de estas figuras de financiación para este tipo de entidades, y la confianza que tiene el mercado de valores sobre estas organizaciones de carácter social. Se escoge aleatoriamente una emisión realizada por la Caja Los Andes en septiembre 2020, cuyo monto de emisión es de UF 2 millones, equivalente a ~USD64 millones o, en pesos a \$300.000 millones. La emisión consta cuatro series, dos de ellas, en peso chileno, y otras dos, en UF (unidad de fomento chilena, que captura y reajusta los efectos de la inflación). Con estos recursos, Los Andes busca financiar y refinanciar créditos sociales para población vulnerable afiliada a la caja de compensación. Al igual que todas las emisiones de bonos sociales, el emisor cuenta con un auditor externo que genera un concepto del prospecto del bono y que les hace seguimiento a los indicadores de impacto del proyecto, que, en este caso, corresponden a métricas de cobertura respecto al número de personas beneficiadas y al monto colocado para préstamo social.

De esta emisión, también es importante resaltar que para la calificación de riesgo se hace necesario discriminar la operación parafiscal de la no parafiscal. Esta última la que soporta la emisión, pues los recursos de la parafiscalidad tienen una destinación y una regulación específicas; por lo tanto, no pueden ser garantes de un título valor. La calificación obtenida para esta emisión es AA-. Entre las fortalezas identificadas de esta empresa que promovieron esa calificación se destaca su posición de liderazgo entre las cajas de compensación, lo cual a marzo de 2020 se refleja en una participación del 66,9% en las colocaciones totales del sistema de cajas. También es relevante para la calificación sustentar la estructura financiera y la capacidad de pago. Entre los indicadores evaluados están la relación entre pasivo exigible y patrimonio contable, que se ubicaba en 1,53, y

la ratio de colocaciones netas sobre deuda financiera que alcanzó un valor de 1,43. Esta emisión no contempla garantías, salvo el derecho de prenda general sobre los bienes del Emisor, de acuerdo con lo estipulado en el Código Civil Chileno. No obstante, el emisor tiene unos *covenants* de nivel de endeudamiento y de patrimonio que deben garantizar durante la vida del bono, y que se enuncian en la en la tabla 3, al igual que el plazo, la moneda y la tasa para cada una de las series.

Tabla 3

Descripción de la emisión de la Caja Los Andes

Emisor	Serie AQ	Serie AR	Serie AS	Serie AT
	Caja de Compensación de Asignación Familiar Los Andes			
Clasificación de riesgo	ICR (AA-) / Humphrey (AA-)			
Monto máximo	UF 2.000.000			
Moneda	CLP	CLP	UF	UF
Plazo	4 años, con 2 de gracia	7 años, con 4 de gracia	4 años, con 2 de gracia	7 años, con 4 de gracia
Tasa de interés EA	4,00%	5,30%	2,00%	3,00%
Periodicidad de intereses	Semestrales	Semestrales	Semestrales	Semestrales
<i>Covenants</i>	Nivel de endeudamiento $\leq 3,2x$ Patrimonio neto total $> UF 12.000.000$			

Nota. Información tomada de Caja Los Andes (2020).

3. RESULTADOS: EMISIÓN DE UN BONO SOCIAL POR UNA CCF EN COLOMBIA

3.1. CONTEXTO DE LA CAJA DE COMPENSACIÓN SELECCIONADA

La CCF seleccionada para este trabajo, en adelante nombrada La Caja, es una de las más antiguas en el país, que cuenta con alrededor de 4500 trabajadores y tiene más de un millón de empleados afiliados, los cuales vienen creciendo a una tasa promedio del 3% durante los últimos cinco años. Esto es favorable, al tener en cuenta la disminución generalizada en el sistema y en la tasa de empleo y, por ende, en el número de afiliados a las CCF, durante el 2020, por los efectos del COVID-19. Dicha entidad tiene como objetivo conectar propósitos y ser un puente que facilite el desarrollo de las capacidades y talentos de la población, que brinde bienestar y que impacte positivamente en la comunidad, a través de la administración de los recursos parafiscales y de la prestación de servicios tales como la salud, la educación, la recreación y la vivienda, en pro del desarrollo integral de las familias.

Para lograr este objetivo, y en aras de entender su funcionamiento a nivel financiero, es necesario partir de la premisa de que La Caja discrimina sus ingresos entre compensados y no compensados. Los primeros, participan con el 73% de los ingresos totales, y corresponden al recaudo de los aportes parafiscales equivalentes al 4% del salario de cada trabajador afiliado. Estos recursos solo pueden emplearse para lo descrito en la Ley 21 de 1982 (Congreso de la República, 1982); es decir, exclusivamente pueden utilizarse a través de los fondos de destinación específica. Los segundos (no compensados, o NO 4%), participan con un 27% del total de los ingresos, y son aquellos percibidos por los servicios diferenciales que presta La Caja en sus líneas de negocio de salud, educación, proyectos inmobiliarios y crédito. Dentro del espectro del NO 4% se destacan los

servicios educativos en los colegios propios y la atención en salud través de los puntos de atención de La Caja. De acuerdo con lo anterior, existe una marcada distinción entre los ingresos y egresos del 4% y los del NO 4%; por ejemplo, los ingresos del 4% se pueden aprovechar para subsidios de vivienda a través de fondos de destinación específica, más no pueden emplearse para financiar la construcción de los proyectos inmobiliarios VIS que tiene La Caja.

Basados en este contexto, se llevó a cabo un análisis de las principales cifras de sus estados e indicadores financieros, con el fin de conocer su condición actual y la viabilidad de acceder a un endeudamiento adicional sin comprometer la sostenibilidad del negocio ni los flujos futuros con los cuales se asumirá el servicio de la deuda (tabla 4).

Tabla 4

Estado de la situación financiera de La Caja 2017-2022 (valores en millones de pesos)

Descripción	2017	2018	2019	2020	2021	Var (%) 21/20	TACC*	Participación (%)
Total activo corriente	493.362	564.977	589.206	570.470	633.078	11%	6,4%	35,8%
Total activo no corriente	737.192	750.067	854.030	982.970	1.137.102	16%	11,4%	64,2%
Total activos	1.230.554	1.315.044	1.443.236	1.553.440	1.770.180	14%	9,5%	100,0%
Total pasivo corriente	327.766	340.055	410.682	389.484	528.297	36%	12,7%	64,5%
Total pasivo no corriente	239.343	235.813	243.949	318.037	291.330	-8%	5,0%	35,5%
Total pasivos	567.109	575.868	654.631	707.521	819.627	16%	9,6%	46,3%
Total patrimonio	663.445	739.176	788.605	845.919	950.553	12%	9,4%	53,7%
Total pasivos y patrimonio	1.230.554	1.315.044	1.443.236	1.553.440	1.770.180	14%	9,5%	100,0%

* Tasa de crecimiento anual compuesto. Valores expresados en millones de pesos

Nota. Elaboración de los autores, con base en información pública de los estados financieros de La Caja.

En el total de los activos se observa un crecimiento anualizado del 9,5% en un período de cinco años (2017-2021). Este crecimiento se ve apalancando principalmente en los activos no corrientes referentes a las inversiones hechas por La Caja en negocios asociados, pasando de \$14.715 millones (valores nominales) en el 2017, a \$169.509 millones (valores nominales) para el 2021, con un crecimiento anualizado del 84,2%. Esto denota el apetito de la compañía, de crecer en nuevos negocios diferentes a los asociados al 4%. Este crecimiento también está relacionado con el reconocimiento de los activos por derecho de uso conforme a la NIIF 16 – Arrendamientos (IFRS, 2016), lo que explica en gran parte este incremento en activo y pasivos. El 53% de los activos están representados en recursos propios.

Vale la pena resaltar que, para 2021, del total activos, un 27,4% corresponde a recursos líquidos de destinación específica; es decir, asociados a la parafiscalidad; un 26,4% corresponde a propiedad, planta y equipo de La Caja, y las inversiones en negocios asociados representan un 9,6% de los activos, y son el equivalente al porcentaje de participación en estos negocios.

Por el lado de los pasivos, para 2021, el pasivo no corriente tiene una participación del 35,5% y ha tenido un crecimiento anualizado de 5% y el principal rubro corresponde a los pasivos por arrendamientos (NIIF 16). Actualmente, la deuda financiera de la compañía se ubica en el 5,9% del total pasivos y en la tabla 4, se ilustra la distribución de estos recursos, los cuales financian el crecimiento de La Caja en programas de crédito social, salud y educación.

Tabla 5*Inventario de Fondeo de La Caja con entidades financieras*

Entidad	Tasa	Vencimiento
Bancóldex	4,52% EA	2022
Bancóldex	4,96% EA	2023
Bancóldex	4,35% EA	2023
Bancóldex	4,35% EA	2023
Bancolombia	IBR TV +2,65%	2031

Nota. Elaboración de los autores, con base en información pública de La Caja.

El 98% del endeudamiento financiero corresponde al pasivo con Bancolombia; por lo tanto, la tasa de interés de este crédito se ha visto impactada por el incremento de tasas que ha realizado este año el Banco de la República como mecanismo para detener el crecimiento acelerado de la inflación, que en julio de 2022 se ubicaba en 9,07% (+3,9% comparado con mayo del 2021). Por esto, la tasa de interés actualizada a junio 2022 corresponde aproximadamente al 10,63% (IBR + 2,65% - tabla 5). En cuanto al pasivo corriente, el 80% corresponde a recursos de destinación específica que están respaldados en el activo en cuentas líquidas, tal como se explicó al inicio de este capítulo.

Tabla 6*Indicadores financieros de La Caja 2017-2021*

Indicador	2017	2018	2019	2020	2021
Razón de liquidez	1,51	1,66	1,43	1,46	1,20
Prueba ácida	1,49	1,64	1,38	1,39	1,17

Indicador	2017	2018	2019	2020	2021
Capital de trabajo en millones de pesos	165.596	224.922	178.524	180.986	104.781
ROE	5,79%	10,99%	9,12%	6,84%	8,08%
Nivel de endeudamiento	46,09%	43,79%	45,36%	45,55%	46,30%

Nota. Elaboración de los autores, con base en información pública de los estados financieros de La Caja.

En relación con los principales indicadores financieros, se evidencia un deterioro de la liquidez para el 2021, lo cual se atribuye a las inversiones realizada en los nuevos proyectos iniciados en dicho año (tabla 7). Pese a esto, los indicadores sugieren capacidad de pago de La Caja. Otro indicador para mencionar es el retorno sobre el capital (ROE, por sus siglas en inglés *return on equity*), el cual ha mantenido un promedio del 9,2% anual durante los últimos cinco años, principalmente por el crecimiento en los aportes recibidos por los afiliados.

Tabla 7*Estado de resultados separados de La Caja*

Estado de resultados	2017	2018	2019	2020	2021	Var % 21/20	TACC
+ Ingresos por aportes (4%)	774.323	855.497	950.238	987.392	1.105.024	12%	9%
- Apropiaaciones de ley	368.211	361.107	395.023	415.858	460.507	11%	6%
- Cuota monetaria	245.901	265.634	301.246	305.740	348.684	14%	9%
= Disponible 4%	160.211	228.756	253.969	265.795	295.833	11%	17%
+ Otros ingresos asociados al 4%	10.207	10.988	14.311	15.603	7.669	-51%	-7%
+ Ingresos servicios CF	107.353	116.361	131.209	44.151	65.386	48%	-12%
+ Devolución gastos 8%	61.793	68.255	75.783	78.696	88.021	12%	9%
- Egresos (operación)	315.673	383.839	460.749	409.342	435.938	6%	8%
= Remanente total CF	23.892	40.520	14.524	(5.096)	20.971	-512%	-3%
+ Utilidad neta salud IPS	8.617	18.693	17.414	36.538	36.101	-1%	43%
+ Utilidad neta créditos social	6.135	9.046	16.930	21.749	23.009	6%	39%
+ Utilidad neta educación	-	-	-	(40)	(5.424)	13460%	0%

Estado de resultados	2017	2018	2019	2020	2021	Var % 21/20	TACC
+ Utilidad neta proyectos inmobiliarios	(666)	401	(120)	(471)	992	-311%	0%
+ Utilidad neta otros programas	469	(11.852)	23.137	2.670	(746)	-128%	0%
- Costo financiero	-	-	-	-	1.214	0%	0%
= Utilidad fuera de la CF	14.555	16.287	57.360	60.446	52.718	-13%	38%
Remanente total caja	38.446	56.807	71.885	55.350	73.689	33%	18%

* Cifras expresadas en millones de pesos.

Nota. Elaboración de los autores, con base en información pública de los estados financieros de La Caja.

Los resultados totales de La Caja han sido positivos durante los últimos años (tabla 7), dejando un margen neto promedio del 5% (tabla 8).

Tabla 8

Resumen del P & G de La Caja del período 2017-2021

Resultados	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos (COP mm)	1.035.266	1.166.989	1.305.339	1.323.733	1.563.917
Utilidad operacional	N/A	74.158	70.177	59.791	80.251
Margen operacional	N/A	6,4%	5,4%	4,5%	5,1%
Utilidad neta	38.446	81.27	71.884	57.745	76.836
Margen neto	3,7%	7,0%	5,5%	4,4%	4,9%
ROE	5,8%	10,9%	9,1%	6,8%	8,1%

Nota. Elaboración de los autores, con base en información pública de los estados financieros de La Caja.

Este resultado ha estado apalancado por el crecimiento en aportes del 4% y por los negocios/servicios del NO 4%. Por ello, el foco del análisis estará en los resultados del NO 4%, toda vez que son los recursos que no tienen una restricción normativa en su utilización, y que serán los que garanticen la posible emisión del bono social.

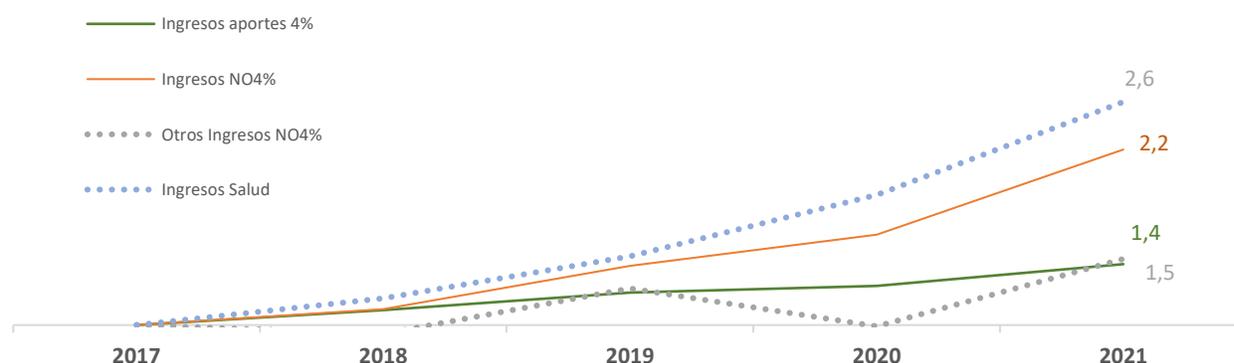
Los ingresos del NO 4% han venido teniendo un crecimiento sostenido, sustentados principalmente en los negocios de salud y de crédito social. El primero, está asociado a la atención de los afiliados de una EPS de la región, población que viene creciendo exponencialmente como resultado del de

otras EPS cierre en los últimos años. Los ingresos por salud para La Caja (4% + NO 4%) tienen un peso promedio del 15% en los últimos cinco años. Para el período 2020-2021, se han convertido en el 19%, que denota el crecimiento en esta línea de negocio. Respecto a la participación de salud exclusivamente en los ingresos NO 4%, estos representan el 80%, entendiéndose que el negocio apalanca la gran mayoría de los resultados del NO 4%. Su margen tenido un promedio del 24,4%.

Por otro lado, los ingresos de crédito social han tenido un peso sostenido del 3,1% sobre el total de ingresos y el 16% sobre los ingresos NO 4%. El margen de este negocio ha sido en promedio del 14,7%. El gráfico 3 ilustra el crecimiento en veces de los diferentes ingresos del año 2021 en comparación al año 2017, de los cuales se puede inferir que los ingresos de la salud han tenido el mayor crecimiento de los últimos 5 años, creciendo 2,6 veces vs el 2017. De acuerdo con lo anterior es coherente, como lo plantea la compañía, un plan de inversión en las líneas de negocio del NO4%, apuntándole principalmente a crecimiento en infraestructura y por ende teniendo una mayor cobertura.

Gráfico 3

Crecimiento de los ingresos de La Caja en el período 2017-2021



Nota. Elaboración de los autores, con base en información pública de los estados financieros de La Caja.

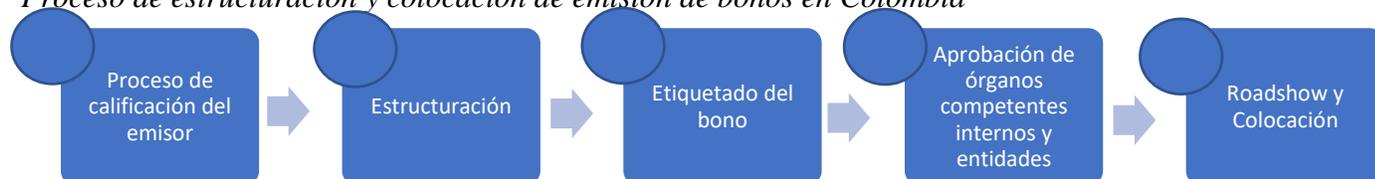
3.2. ETAPAS PARA LA EMISIÓN DEL BONO

En Colombia, el volumen de emisiones en renta fija de la presente década está concentrado en un 90% en emisiones de oferentes recurrentes; sin embargo, la participación de emisiones inaugurales ha venido tomando fuerza en los últimos años, en especial durante el 2020, cuando duplicó su participación (Casa de Bolsa, 2022). Ser pionero en el mercado implica recorrer un camino nuevo, donde la principal novedad en relación con otras empresas que han emitido bonos sociales en Colombia es que La Caja tiene una participación mayoritaria de sus ingresos por la parafiscalidad, los cuales no pueden entrar directamente a sustentar la emisión. Por lo tanto, los que garanticen la operación deben ser los flujos proyectados de la no parafiscalidad. Para este proceso de estructuración del bono, La Caja seleccionó a una banca de inversión líder en la región Andina en el mercado de renta fija tanto en colocación como en *trading*, la cual ya le había prestado una asesoría previa a otra CCF en el país, y recientemente ha participado en emisiones de oferentes inaugurales tales como el BID (2017) y el Grupo de Energía de Bogotá (2019).

El proceso que La Caja llevará a cabo en compañía del estructurador se resume en los siguientes cinco pasos (gráfico 4).

Gráfico 4

Proceso de estructuración y colocación de emisión de bonos en Colombia



3.2.1. *Proceso de calificación del emisor*

En esta etapa se selecciona una calificadora de riesgo, tal como Standard & Poor's, Moody's o Fitch Rating, a la que se le provee la información necesaria que le permita evaluar la probabilidad de pago de La Caja una vez se convierta en emisora de deuda. Este proceso toma alrededor de seis semanas. Para la calificación, se tienen en cuenta factores cuantitativos y cualitativos tanto históricos como proyectados que reflejen el riesgo del negocio y el riesgo financiero del emisor. Entre estos factores están: riesgo país, gobierno corporativo, perfil del negocio, flujo de efectivo y rentabilidad, estructura y flexibilidad financiera; esta última, entendida como la capacidad del emisor para asumir el servicio de la deuda ante escenarios de volatilidad. Se espera obtener de esta evaluación una calificación por lo menos de AA+.

Teniendo en cuenta que la emisión debe ser sustentada únicamente por los recursos NO 4%, La Caja debe especificar, sustentar y formalizar la solidez en la recurrencia de los ingresos del NO 4% y de los aportes del 4% que se destinan al NO 4%. Las siguientes tres consideraciones sustentan aproximadamente el 90% de los ingresos NO 4%:

- La Caja cuenta con un contrato a largo plazo de prestación de servicios con una EPS de la región, el cual representa el 80% de los ingresos NO 4% para el 2021.
- La Caja para sus servicios del 4% hace uso de las instalaciones del NO 4%, tal como en el caso de los programas de inmunización para la primera infancia, los cuales se prestan en los puntos de atención de salud del NO 4%; esto genera una cuenta por cobrar a favor del NO 4%. Para esa figura, La Caja formalizará acuerdos de uso por parte del 4% (arrendamientos y concesiones), que le generan al NO 4% un flujo de entrada recurrente, que equivale al 5% de los ingresos NO 4%.

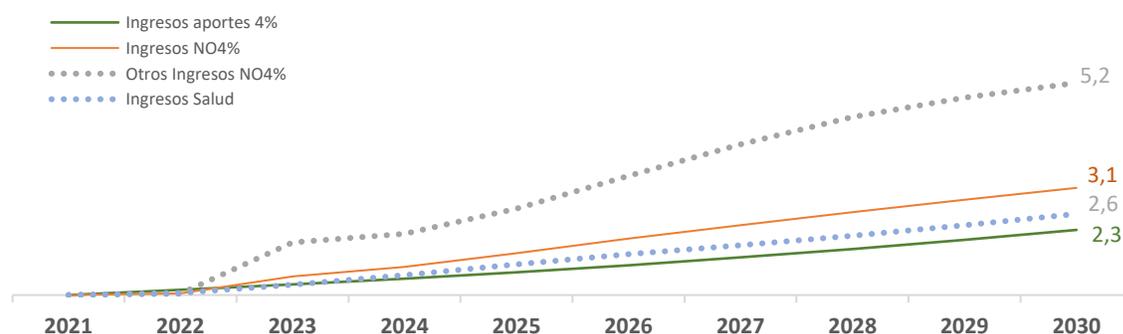
- Conforme a la normatividad de las CCF, en los servicios subsidiados están el crédito social y la educación. Por tal razón, con recursos parafiscales, por vía tasa se subsidian los créditos otorgados por el negocio NO 4%. Lo mismo sucede con los subsidios de las matrículas estudiantiles en los colegios del NO 4%. De esta manera, dichos subsidios se convierten en ingresos para el NO 4%, que pueden ser formalizados y que representarían alrededor de un 3% de los ingresos NO 4%.

3.2.2. Estructuración del bono

Para cumplir con el plan de crecimiento proyectado, La Caja como un todo (4% + NO 4%) requiere una inversión de \$500.000 millones para el período 2022-2030 (gráfico 4). Teniendo en cuenta que con la emisión solo se financian proyectos del NO 4%, el requerimiento de capital se reduce a \$230.000 millones; de estos, con el bono social se espera financiar entre el 60% y el 80%. Con esta información, los indicadores de la empresa proyectados a 2030, plazo en el que se estima se finalicen los proyectos, se comportan tal como se muestran en las tablas 9 y 10.

Gráfico 5

Crecimiento de los ingresos proyectados de La Caja para el período 2022-2030



Nota. Elaboración de los autores, con base en información pública de los estados financieros de La Caja.

Tabla 9*P & G proyectado de La Caja para el período 2022-2030*

Resultados proyectados*	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
= Remanente total CF	6.867	14.176	14.090	27.052	53.500	79.441	112.433	161.330	220.447
+ Utilidad neta salud	33.060	38.885	44.988	52.050	58.631	64.210	70.319	77.010	84.338
+ Utilidad neta servicios financieros	23.894	30.125	33.905	37.660	41.362	46.638	50.225	53.813	57.400
+ Utilidad neta educación	(15.051)	(16.148)	(11.450)	(417)	12.465	29.929	49.285	62.025	68.557
+ Utilidad neta hábitat	(1.785)	990	468	306	318	331	344	358	372
+ Utilidad neta otros programas	(3.358)	(1.000)	(1.030)	(1.061)	(1.093)	(1.126)	(1.159)	(1.194)	(1.230)
- Costo financiero	10.020	20.428	21.958	25.234	23.700	22.814	21.131	19.448	17.765
= Utilidad fuera de la CF	26.740	32.424	44.923	63.304	87.983	117.168	147.884	172.564	191.673
Remanente total caja	33.608	46.600	59.013	90.356	141.483	196.609	260.316	333.894	412.119

* Cifras expresadas en millones de pesos.

Nota. Elaboración de los autores, con base en información pública de los estados financieros de La Caja.

Tabla 10*Flujos proyectados de La Caja para el período 2022-2030*

FCF proyectados*	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
+ Flujo de caja operativo	41.226	57.765	72.285	94.482	118.222	147.175	176.927	200.715	219.011
- Cambio en la cartera	58.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
- Cápex proyectos	89.372	74.082	47.455	41.662	18.605	13.348	8.566	8.816	9.099
+ Venta activos fijos	18.145	28.690	-	-	-	-	-	-	-
= Efectivo generado por la operación	- 88.001	- 37.627	-25.170	2.821	49.617	83.826	118.361	141.899	159.912
= Saldo inicial de caja NO 4%	6.414	1.393	38.338	6.960	5.796	462	40.224	116.204	217.404
+ Efectivo generado por la operación	(88.001)	(37.627)	(25.170)	2.821	49.617	83.826	118.361	141.899	159.912
+ Desembolso (fondeo bancos/bonos)	118.000	170.000	40.000	50.000	-	-	-	-	-
- Abono a capital	5.000	65.000	14.250	18.750	21.250	21.250	21.250	21.250	21.250
- Pago intereses bancos	10.020	20.428	21.958	25.234	23.700	22.814	21.131	19.448	17.765
- devolución recursos 4%	20.000	10.000	10.000	10.000	10.000	-	-	-	-
= Saldo final de caja luego de fondeo	1.393	38.338	6.960	5.796	462	40.224	116.204	217.404	338.301

* Cifras expresadas en millones de pesos.

Nota. Elaboración de los autores, con base en información pública de los estados financieros de La Caja.

Para desarrollar las proyecciones financieras, se tomaron los supuestos del modelo de largo plazo de La Caja, las cuales están alineadas con el desempeño histórico.

A continuación, se describen brevemente los negocios no compensados.

- *Negocio de salud:* los ingresos provienen de una prima promedio por afiliado por el número de afiliados al negocio. Crecimiento del 12% en los primeros años, tendiendo al 6% en el largo plazo. Los gastos, margen del 89% en promedio, alineado con el promedio de los últimos años. Aquí se proyecta un crecimiento importante aprovechando las brechas que están dejando las EPS que están siendo liquidadas, y que pueden absorber la EPS con la que se tiene el contrato.

- *Negocio de educación:* ingresos asociados con el plan de aperturas de colegios que se tiene previsto para los próximos años. Se espera llegar a más de 17.000 usuarios en el 2027, y la expectativa de crecimiento sostenido es del 6%. Dada la incursión en este sector, se esperan márgenes superiores en los primeros cuatro años, y en el largo plazo su estabilización en el 70%.

- *Negocio de suscripciones:* de manera similar al negocio de educación, para 2027 se proyecta un incremento en el número de usuarios inscritos alcanzando un total de 190.000 usuarios (bajo alguna modalidad), y en el largo plazo crecer un 6,7% en el número de inscritos. Dada la incursión en este sector, se esperan márgenes superiores en los primeros cuatro años, y en el largo plazo su estabilización en el 66%.

- *Crédito social*: para este negocio se proyecta crecimiento en la cartera de crédito social y, por lo tanto, un incremento en los ingresos por intereses, de acuerdo con la tasa a la cual se coloque cada crédito. El margen esperado es de 14,9% en todos los años.

Por otro lado, en el proceso de estructuración hay que tener en cuenta que, para complementar las proyecciones, y en aras de respaldar la emisión y su calificación, es necesario contar con garantías que respalden la capacidad de pago. En este caso, se proponen tres opciones.

La primera opción consiste en acceder a una garantía de un tercero externo que cubra entre el 30% y el 50% del monto total de la emisión, donde el potencial garante puede ser una multilateral. Esta alternativa es comúnmente empleada en el mercado; sin embargo, los tiempos para la evaluación de riesgos del garante pueden tardar entre tres y seis meses, de manera que pueden condicionar la emisión. Además, es probable que el garante exija una serie de *covenants* financieros por aplicar.

La segunda opción es la estructuración de un paquete de garantías, entre las que se incluye una cuenta de reserva de un año de cupones y(o) la construcción de un patrimonio autónomo (PA), con flujos o activos de los negocios fuera de la compensación familiar, como un compromiso de inversión de la compensación familiar. En este caso, solo se incurre en los costos de la constitución y gestión del PA; sin embargo, debe evaluarse qué tan altos pueden llegar a ser estos últimos. Pese a esto, puede ser un vehículo flexible que permite incluir cualquier tipo de flujo o activo de garantía. La tercera opción es la de aprovechar la cartera de crédito social del negocio NO 4%, para titularizarla; pero los costos *all-in* de una titularización pueden llegar a ser más altos que los de una emisión de bonos *plain vanilla*.

Por lo anterior, la estructuración de un paquete de garantías es la opción más recomendable, toda vez que los inversionistas conocen este tipo de estructuras, y con esta se puede llegar a tener un mayor porcentaje de cobertura con costos menores en comparación con las otras dos alternativas.

Asimismo, para la estructuración del bono se analizan diferentes factores que permiten determinar la tasa que están dispuestos a recibir los inversionistas por el riesgo que asumen con este título de deuda. Para ello, se revisa el *spread* que han tenido otros bonos sociales en Colombia versus instrumentos financieros de calificación similar (tabla 2); sin embargo, se identifica que el *spread* presenta grandes variaciones, dependiendo de si la empresa es pública, privada o mixta. Como una primera referencia se toma el *spread* del bono social emitido en enero del 2022 por Bancóldex, teniendo en cuenta que es la emisión más reciente, que la empresa es de carácter privada y que el monto colocado y la calificación son similares al que se está analizando para La Caja. Este *spread* corresponde a 380 puntos básicos (pbs). Teniendo en cuenta que los papeles comerciales están a una tasa del 12,25%, un primer *proxy* para la tasa es 12,63%; sin embargo, en 2022 la volatilidad en el mercado ha sido especialmente marcada, por lo cual se opta por una segunda alternativa, que consiste en tomar el *spread* del bono social de La Caja Los Andes en relación con el soberano chileno, y compararlo con el *spread* de los bonos sociales en Colombia versus los títulos de tesorería (TES). Esta información no se encuentra disponible fácilmente; en la consulta se concluye que los bonos sociales no tienen mucha liquidez en el mercado bursátil y que en gran parte de los casos quien compra el bono en la colocación permanece con el instrumento hasta el vencimiento.

Se toman las tasas de mercado como *pricing* indicativo, teniendo en cuenta que para una emisión entre \$100.000 y \$150.000 millones, con una calificación estimada de AAA o AA+, dadas las condiciones de mercado actual, las tasas de referencia serían las que se presentan en la tabla 11.

Tabla 11*Tasas del Mercado de valores (junio 2022)*

Monto*	Calificación	Plazo	Indicador de referencia	Rentabilidad soberana	Spread total versus soberano	Tasa de colocación
100.000 - 150.000	AA+	3	TF	10,75%	315 - 330 pbs**	13,90% - 14,05%
		5	TF	11,25%	285 - 300 pbs	14,10% - 14,25%
		7	IPC	4,35%	170 - 185 pbs	IPC + 6,05% - 6,20%
	AA	3	TF	10,75%	340 - 355 pbs	13,20% - 13,40%
		5	TF	11,25%	310 - 325 pbs	14,35% - 14,50%
		7	IPC	4,35%	195 - 210 pbs	IPC + 6,30% - 6,45%

* Cifras expresadas en millones de pesos. ** PBS: puntos básicos

Nota. Elaboración de los autores, con base en información pública del mercado (Banco de la república, 2022).

Con un 5,9% de apalancamiento financiero (explicado en el capítulo 4), supone una oportunidad para aumentar su nivel de endeudamiento financiero actual, sin poner en riesgo la liquidez y capacidad de pago con la que hoy cuenta La Caja (tabla 4).

Cabe resaltar que los mercados presentan alta volatilidad y que a nivel global se ha observado una desvalorización de las tasas de renta fija. En esta medida, las tasas son indicativas y pueden variar de acuerdo con el desempeño del mercado. Según la tabla 11, la tasa que más se acerca a las condiciones de la emisión está en el rango de 14,10% a 14,25%, con un *spread* de 285-300 puntos básicos (pbs) en relación con el TES.

Si bien la tasa de emisión estimada (14,10%-14,25%) es superior en ~355 puntos básicos (pbs) a la tasa de interés de las entidades financieras (10,63%), debe tenerse en cuenta que estas no son estrictamente comparables, pues la primera es tasa fija y se mantiene durante el tiempo, mientras que la segunda está indexada al indicador bancario de referencia (IBR) y captura todas las volatilidades del mercado. Por ejemplo, en el panorama actual, en enero de 2022 la IBR era de 2,98%, y en julio del mismo año ya era de 7,98%, lo cual encarece significativamente el endeudamiento. Para tener una comparación más directa, se cotiza la tasa fija en la entidad financiera actual con la que La Caja tiene endeudamiento y se estima un incremento entre 300 pbs y 400 pbs adicionales, para pasar de tasa indexada a la IBR a tasa fija. Adicionalmente, es importante considerar el costo de las garantías que exige el banco, entre las que pueden solicitarse: la constitución de una garantía real, la pignoración de recursos o la constitución de un patrimonio autónomo, entre otras alternativas que son de carácter mandatorio para mitigar el riesgo crédito y que llevarían a incurrir en costos adicionales para esta financiación.

De igual forma, otra ventaja del bono social es que este sería un título tipo *bullet*, por lo cual el capital se pagaría al vencimiento de la obligación y alivianaría el flujo de caja de la empresa, al no tener recurrentemente abonos a capital. Esto iría alineado con los proyectos que se financiarían con el bono, que son extensivos en infraestructura y con los que a siete años se espera incrementar los ingresos no compensados en un 128%, pasando de \$527.000 millones en 2023 a \$1,2 billones en 2030 (fecha del vencimiento del bono).

Finalmente, entre los aspectos positivos de la emisión se destaca que La Caja empezaría a diversificar en las figuras de fondeo contempladas en su estrategia de expansión, y con la emisión inaugural en bolsa de valores abriría las puertas para futuras emisiones por montos superiores y fortalecería la confianza de los inversionistas dependiendo del desempeño y el comportamiento de pago que tenga el bono. Asimismo, es importante resaltar que ingresar al mercado bursátil implica cumplir con unos estándares y unas buenas prácticas y tener un gobierno corporativo sólido, por lo cual la emisión en bolsa impacta positivamente la imagen de la empresa. Así como lo afirma Salinas (1998): “Una oferta pública de valores puede ayudar a generar una imagen empresarial positiva, tanto a nivel de clientes como de proveedores e, incluso, en el propio sistema bancario” (p. 66).

3.2.3. *Etiquetado del bono*

La metodología comúnmente empleada para obtener la etiqueta del bono es a través de la opinión de una segunda parte (SPO, por sus siglas en inglés *second party opinion*), la cual consiste en contratar a un revisor externo para certificar que la emisión cumple con los principios de bonos social establecidos en la guía ICMA (2021). Los principales proveedores de etiquetas en la región,

entre los cuales La Caja hará la selección son: Sustainalytics, Deloitte y V.E. De acuerdo con la guía ICMA, los cuatro elementos clave de un bono social son: uso de los recursos, proceso de evaluación y selección de proyectos, administración de los recursos y reportes. A continuación, se detallan estos cuatro elementos para La Caja (2021).

3.2.3.1. Uso de los recursos. Los recursos de la emisión serán utilizados así: 50% en crecimiento de la infraestructura para la prestación de servicios de salud; 30% en la creación de un modelo de suscripción educativa y en la construcción de colegios, pasando de 16 a 28 colegios, y el 20% restante se empleará en financiación para créditos sociales con propósito. Las proporciones se establecen teniendo en cuenta la participación relativa de cada uno de los negocios en la inversión total del período evaluado.

- *Infraestructura para prestación de servicios de salud.* Actualmente La Caja cuenta con 43 centros de atención en su departamento y tiene un plan de expansión en el territorio nacional, con una inversión en puntos nuevos de \$104.380 millones, los cuales son proyectados de acuerdo con la demanda de la EPS con la que tiene el contrato de prestación de servicios a largo plazo.
- *Construcción de colegios.* En el plan de negocios del NO 4% se incluye la creación de 16 colegios, adicionales a los 12 con los que contaría La Caja al cierre de 2022. En estas instituciones, a través de su programa educativo los niños de cualquier estrato social pueden acceder a educación con altos estándares de calidad y con una metodología basada en la experimentación, para resolver retos y proponer proyectos.

- *Modelo de suscripción educativa.* Es un nuevo modelo de negocio para La Caja, que consiste en una plataforma digital con un portafolio de múltiples opciones educativas enfocado a la clase media. Este modelo empezó como piloto durante el 2021, con un público controlado de 100 usuarios, y se espera que durante los siguientes dos años se expanda no solo por el país, sino que incluso tenga cobertura a nivel internacional en países hispanohablantes. Los ingresos de este negocio provienen de las suscripciones mensuales, las suscripciones anuales y la venta de contenido individual. La proyección contempla un período de prueba sin costo, que tiene una tasa estimada de conversión a suscriptores entre el 18% y el 25%. El proyecto tiene una tasa de descuento del 15%, una TIR del 36,5%, un VPN positivo y un período de recuperación, o *payback*, de ocho años.

- *Créditos sociales con propósito.* La Caja cuenta con créditos para educación, hábitat, viaje y consumo, que tienen tasas diferenciales dependiendo el propósito del crédito. Los recursos de esta emisión serán destinados específicamente a la financiación de la línea de crédito educativo formal.

3.2.3.2. Proceso de evaluación y selección de proyectos. Conforme a lo sugerido por la guía ICMA (2021), el uso de los fondos del bono social que se van a emitir se enmarca en los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), de Naciones Unidas (2015), apuntando a los objetivos: 3 Salud y bienestar, 4 Educación de calidad y 10 Reducción de las desigualdades.

A su vez, de manera específica para el modelo de suscripción educativa, se evidencian indicadores de viabilidad del proyecto favorables, con una TIR del 36,5%, la cual es superior al ROE promedio de los últimos cinco años de La Caja (8,5%)

En relación con los créditos educativos, estos serán otorgados a los estudiantes que tengan como propósito conectar sus talentos y pasiones con el mercado laboral y que requieran financiación para educación formal. El monto para otorgar por crédito es de máximo \$30 millones, para pagar en un plazo hasta de 60 meses.

3.2.3.3. Administración de los recursos. Los fondos provenientes de la emisión deben ser utilizados para el plan de negocios NO 4% exclusivamente para los fines dispuestos en el ítem *uso de los recursos*. Los recursos pendientes de desembolso serán administrados de acuerdo con las políticas de liquidez de La Caja y mantenidos exclusivamente en cuentas de ahorro, operaciones a la vista o en otros instrumentos de alta liquidez y bajo riesgo. La Caja cuenta con un comité de auditoría integrado por tres miembros independientes del Consejo Directo, el cual se reúne con una periodicidad bimensual, y entre sus funciones incluirá la revisión y certificación del uso de los recursos de la emisión. También se emitirá la *second party opinion* por parte del proveedor externo, que será de carácter público para los inversionistas.

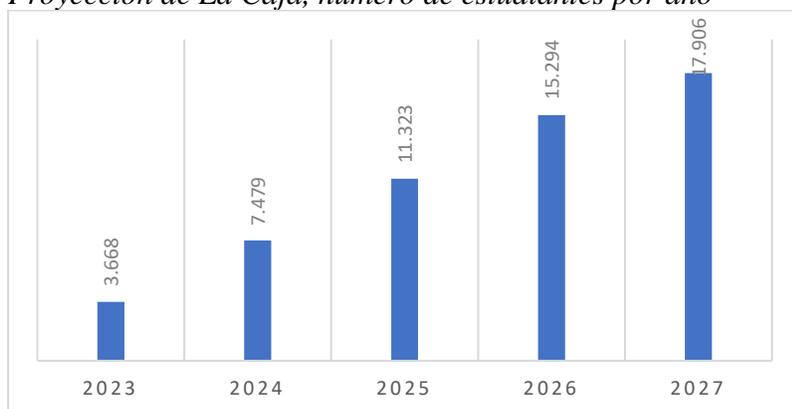
3.2.3.4. Reportes. El marco de referencia del bono y el informe de la auditoría externa SPO se publicarán en la página web, al igual que los estados financieros y los seguimientos a los indicadores de desempeño de los proyectos financiados.

- *Indicadores de impacto.* La Caja tiene un contrato a largo plazo con una EPS de la región, por medio del cual se establece un número de afiliados a la EPS que tendrán cobertura en cada punto de atención, o centros integrales de salud (CIS) de La Caja. A corte de abril del 2022, la cobertura era de un total de 1.442.027 afiliados en los 43 CIS. Esta cifra debe incrementarse en la medida en que avanza el proyecto de crecimiento en infraestructura, por lo cual un primer indicador de impacto será el número de afiliados a la EPS que tienen cobertura por La Caja.

Asimismo, el desempeño del proyecto de colegios puede evaluarse en función del incremento de estudiantes; entonces, un segundo indicador de impacto será el número de estudiantes en los colegios construidos. Actualmente, La Caja tiene un total de 1318 estudiantes, con un promedio de 100 estudiantes activos por colegio. Se espera construir anualmente cuatro colegios, proyectando para el 2027 una capacidad instalada 13 veces mayor a la actual. El número de estudiantes por año está estimado tal como se ilustra en el gráfico 6.

Gráfico 6

Proyección de La Caja, número de estudiantes por año



Nota. Elaboración de los autores, con base en información pública de los estados financieros de La Caja.

Un tercer indicador para emplear en esta emisión sería el número usuarios pagos suscritos a la plataforma educativa. Según el modelo de negocio, se proyectan ~14.000 usuarios pagos en el primer año y ~195.000 a 10 años.

Por último, en relación con los créditos a financiar, el objetivo del programa es incentivar para que más personas puedan acceder a educación, por lo que el cuarto indicador será el número de créditos otorgados por período. En el 2021 se otorgaron 709 créditos para educación formal, cifra que se impactó negativamente por el panorama del COVID-19, pero al 2022 ya se proyecta una cifra de 10.000 créditos al año.

Las cifras expuestas sirven como referencia sobre el contexto actual de los indicadores para evaluar, y con base en estas deben definirse unos umbrales o metas para cada cierre de año, de tal manera que en los informes de gestión se evalúe su desempeño individual. Los cuatro indicadores anteriormente propuestos apuntan al incremento en cobertura medido en número de personas beneficiadas con los proyectos que se van a financiar.

3.2.4. Aprobación de órganos competentes internos y entidades

Al llegar a esta etapa, los órganos internos de la compañía deben conocer detalladamente y aprobar los documentos legales para la emisión, para así proceder a la inscripción en el Registro Nacional de Valores de Emisores (RNVE). De conformidad con la normativa vigente, la empresa debe recurrir a la máxima instancia de aprobación interna, ya sea en la Asamblea general de accionistas y(o) en la junta directiva de la empresa. Para La Caja, el órgano competente es la Asamblea de Afiliados. Igualmente, La Caja deberá garantizar, a través de un contrato, acompañamiento de asesores legales y de una banca de inversión. Como paso siguiente se debe elaborar un documento

oficial donde se especifique la estructura de la emisión, y con este también se deben compartir los estatutos y el código de buen gobierno. La Caja deberá hacer la respectiva inscripción a la RNVE, adjunta a la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y posteriormente inscribirse a la BVC, donde se autorizará la negociación de títulos en los sistemas transaccionales que esta administra.

3.2.5. *Roadshow y colocación*

En las emisiones sociales realizadas en el país se observa como tendencia que los emisores inaugurales hacen su primera colocación en el segundo mercado; además, por el valor de la emisión (\$100.000 a \$150.000 millones) debe descartarse el mercado principal, pues en Colombia este tiene un mínimo de emisión de 2000 SMMLV (~USD 529.000). Cabe resaltar que el segundo mercado permite una mayor flexibilidad en la colocación en cuanto a requerimientos. Esto teniendo en cuenta que está dirigido a inversionistas profesionales. Los tiempos de estructuración del bono para este mercado son menores (3 a 4 meses) en comparación con el mercado principal (4 a 6 meses).

Por otro lado, la renta fija en Colombia está concentrada en un ~37% en plazos de cinco a nueve años y la mayor preferencia a este plazo la tienen las administradoras de fondo de pensiones (AFP) (Casa de Bolsa, 2022), convirtiéndose en público potencial para la emisión en cuestión. En este contexto, se seleccionan como posibles inversionistas las AFP, las compañías de seguros y las fiducias. Para llegar a ellos con la propuesta de valor, se utilizan dos estrategias de promoción: *non deal roadshow* y *roadshow*. En la primera, aún no se ha recibido una aprobación de la SFC, pero es una etapa de premercado que permite vincular al inversionista con la idea de negocio; posteriormente, se realiza el *roadshow* para aclarar inquietudes e indagar sobre el apetito que hay por la emisión y sondear qué tasa estarían dispuestos a recibir los inversionistas por el bono.

4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

4.1. CONCLUSIONES

El mercado de bonos temáticos ha venido creciendo en el mundo, en especial en Latinoamérica, donde hay diversas oportunidades para abordar problemáticas asociadas a los ODS. En este contexto, los gobiernos y las grandes empresas han participado en emisiones de bonos sociales como mecanismo para articular las necesidades sociales con los intereses financieros de los inversionistas. Dicha figura ha venido creciendo en el mercado de valores. Estas emisiones han servido como referencia para otros emisores, principalmente en relación con las temáticas o tipos de programas que se financian con estos bonos y en las métricas empleadas para hacerles seguimiento y determinar el éxito en el impacto de la inversión.

Entre los proyectos sociales con mayor auge en Latinoamérica se destacan los del desempleo, la salud y la educación. Para desarrollar estos programas, los emisores deben valerse de operadores expertos que permitan materializar el proyecto. Es aquí donde comienza a verse bastante interesante que entidades como las cajas de compensación familiar puedan incursionar en estos instrumentos de fondeo, ya que precisamente su propósito superior es atender este tipo de necesidades; por lo tanto, serían estos los llamados a pasar de ser operadores a ser emisores, teniendo así una mirada más completa de la empresa en toda su cadena de valor. Un gran referente en la región es Chile, país en que la caja de compensación familiar Los Andes ha realizado varias emisiones de bonos sociales.

De esta referenciación con esta CCF se concluye que sus emisiones han sido en el mercado secundario y que la identificación de los inversionistas potenciales es determinante en este instrumento, puesto que se sugiere que sean empresas que claramente busquen visibilidad y reconocimiento en temas sociales o de sostenibilidad, que reconozcan no solo el impacto financiero, sino también el social. Debe encontrarse un balance en la tasa del bono, donde esta represente el nivel de riesgo que asume el inversionista, pero que, a su vez, no se convierta en una deuda excesivamente costosa para el emisor. Por lo tanto, para contrarrestarlo es importante contar con una calificación aceptable en el mercado y con garantías sólidas para el inversionista.

Quizás el elemento más importante que se tomó como referencia de la emisión hecha por Los Andes es que las CCAF tienen unas disposiciones legales específicas para el manejo de los recursos parafiscales que administran, y por esto que se hace necesario determinar cómo una entidad de esta tipología puede transar en la bolsa con unos recursos que no fueron captados para tal fin. En la revisión de la literatura se identificó que lo que hace la CCAF es discriminar cuáles son esos recursos parafiscales y cuáles corresponden a sus otras actividades; estas últimas sustentarán la emisión del título.

En el caso de La Caja, al hacer dicha separación de los ingresos, los no parafiscales presentan un crecimiento sostenido. Adicional, el flujo de caja asociado a estos recursos es suficiente para darle cobertura al servicio a la deuda que se pretende tomar. Es importante mencionar que, si bien los recursos parafiscales no pueden servir como soporte de la emisión, estos sí pueden apalancar los servicios no parafiscales que presta la CCF, como son el subsidio de matrículas de colegios, subsidiar intereses de créditos sociales y subsidios de vivienda para proyectos propios, lo que permite generar flujos constantes a estos servicios diferentes a la parafiscalidad.

Con respecto a la rentabilidad de estos instrumentos en Colombia, se concluye que todas las emisiones del año 2020 en adelante tienen un spread positivo al compararse con otros instrumentos financieros en el mercado con calificaciones similares, lo cual sugiere que es un título más riesgoso, pero que puede ser atractivo para los inversionistas por su mejor rentabilidad. Asimismo, otro referente de bonos sociales en Colombia fue la emisión de Bancóldex, la cual en este caso tiene una tasa menor a la de otros instrumentos en el mercado, pero mayor a los TES. Esto se entiende considerando que, si bien el emisor no es el gobierno, sí puede ser directamente comparable, al ser una institución pública.

Por otro lado, es importante mencionar que La Caja tiene facilidades para hacer el *tracking* de los indicadores, ya que es algo que a hoy ya implementa, y no le implica incurrir en nuevos procesos o costos adicionales por este tema, que es clave a la hora de emitir un bono social. Adicionalmente, el cronograma de proyectos está alineado con los pagos de los cupones y con el vencimiento del instrumento, que permite tener una alineación con su flujo de caja; por último, este instrumento tiene la posibilidad de volverse a emitir para recomprar la deuda a una nueva tasa posiblemente más baja. Se recalca la importancia que tiene para La Caja incursionar en el mercado de bonos sociales, con miras a sus proyecciones con crecimientos esenciales en sus negocios no compensados.

El fin último de este trabajo era plasmar en un documento una guía para el sistema del Subsidio Familiar en Colombia, para que otras CCF también puedan evaluar la viabilidad de incursionar en nuevos instrumentos de financiación, teniendo en cuenta que, por la actividad que desempeñan, son propicias para cumplir con los estándares más estrictos de la guía ICMA (2021). Si bien

seguirán existiendo limitaciones con esta clase instrumentos en el mercado, con su liquidez y con la medición de los indicadores de gestión, en este trabajo de investigación se concluye que los bonos sociales pueden ser una figura valiosa dentro del sistema, para diversificar sus fuentes de financiación y así obtener nuevas formas de fondeo, al darse a conocer en el mercado y generar confianza en diferentes grupos de interés, tales como proveedores, clientes y el mercado en general.

4.2. RECOMENDACIONES

Con los resultados obtenidos, se le recomienda a La Caja hacer su mayor esfuerzo en solidificar las garantías, para que la calificación de la emisión sea AAA y el costo de este tipo de deuda no sea superior al costo de fondeo con bancos. Para mitigar el riesgo de la emisión y, por lo tanto, para mejorar la tasa, se recomienda estructurar un paquete de garantías. Adicionalmente, se le sugiere a la organización, indexar la tasa, teniendo en cuenta que la mayoría de los bonos sociales emitidos en Colombia lo hacen y que, al ser la primera emisión, también puede ayudar a blindar el costo de la deuda en un mercado de incertidumbre y volatilidad, tal como se está presentando actualmente.

En este trabajo de investigación se evidenció una limitante importante, y es la poca información disponible sobre este tipo de emisiones; aún no se encuentra mucha documentación académica específica de esta clase de investigaciones para Colombia; tampoco se encuentra fácilmente disponible información de tasas de mercado de bonos sociales, ya que se transan con poca recurrencia y en su mayoría no se hacen muchas más negociaciones posteriores a la emisión. Por lo tanto, para futuros estudios se espera que se pueda contar con más información para identificar patrones en la dinámica de la rentabilidad del bono y en pricing de este, para ser analizados con mayor profundidad.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco de la República, (junio, 2022). *Tasas de interés y sector financiero*.
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tasas-de-interes-y-sector-financiero>
- BDO Audit (3 de noviembre, 2021). *Opinión de segunda parte*. Bonos sociales Icetex.
<https://web.icetex.gov.co/documents/20122/206002/segunda-opinion-emision-bonos-sociales-icetex-2021.pdf>
- Casa de Bolsa (abril, 2022). *Emisiones deuda privada social. Prendiendo motores*. Grupo Aval Acciones y Valores.. <https://img.lalr.co/cms/2022/04/28074102/Abril-2022-Resumen-Colocaciones-Deuda-social-Prendiendo-motores.pdf>
- Caja Los Andes (30 de septiembre, 2020). *Prospecto Bono Social*. Emisión de bonos, series AQ, AR, AS y AT. https://www.cajalosandes.cl/quienessomos_informacion_emisiondebonos
- Congreso de la República, (enero, 1982). Ley 21 de 1982. Por la cual se modifica el régimen del Subsidio Familiar y Se dictan otras disposiciones. *Diario Oficial*, 35.939.
<https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=4827#:~:text=El%20subsidio%20familiar%20es%20una,la%20familia%2C%20como%20n%C3%BAcleo%20b%C3%A1sico>
- De la Peña Corral, M. C. (04 de 2021). *Bonos de impacto social: nuevos modelos de financiación en Latinoamérica* [artículo, Comillas Universidad Pontificia]. Repositorio Institucional.
<https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/47003/TFG-de%20la%20Pena%20Corral%2C%20Maria%20Cristina.pdf?sequence=2&isAllowed=y>
- Dorsett, R. (11 de junio, 2017). *HMP Peterborough Social Impact Bond - learning exercise*. National Institute of Economic and Social Research. <https://cutt.ly/uZHMqkT>

Forbes (30 de agosto, 2021). Bonos de todos los colores y para todos los gustos. *BVC*.

<https://cutt.ly/vZHMucd>

García, M., Urrea, M. A., Muñoz, M. A., y Ospina, B. (2021). *Evolución del ecosistema de pago por resultados en Colombia: Un caso de estudio*. Social Finance UK y Fundación

Empresarios por la Educación (ExE). [https://s3.eu-west-](https://s3.eu-west-2.amazonaws.com/golab.prod/documents/Evolucion-del-ecosistema-de-pago-por-)

[2.amazonaws.com/golab.prod/documents/Evolucion-del-ecosistema-de-pago-por-](https://s3.eu-west-2.amazonaws.com/golab.prod/documents/Evolucion-del-ecosistema-de-pago-por-)

[resultados-en-Colombia-Estudio-de-Caso.pdf](https://s3.eu-west-2.amazonaws.com/golab.prod/documents/Evolucion-del-ecosistema-de-pago-por-)

Government Outcomes Lab (2022). Impact Bond Dataset. *INDIGO initiative*.

<https://golab.bsg.ox.ac.uk/knowledge-bank/indigo/impact-bond-dataset->

[v2/?query=&maptype=markers](https://golab.bsg.ox.ac.uk/knowledge-bank/indigo/impact-bond-dataset-)

Icetex (2020). *Marco de referencia para la emisión de bonos sociales del Icetex*.

<https://web.icetex.gov.co/documents/20122/370829/marco-de-referencia-bonos->

[sociales.pdf/72a9ef4b-149a-3e1a-403a-ef598cdf21b6?t=1628095169342](https://web.icetex.gov.co/documents/20122/370829/marco-de-referencia-bonos-)

ICMA (junio, 2021). *Principios de los Bonos Sociales. Guía del Procedimiento Voluntario para la Emisión de Bonos Sociales*.

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green->

[Bonds/Translations/2021/Spanish-SBP-2021.pdf?vid=2](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-)

IFRS (enero, 2016). *Ejemplo ilustrativo aplicación de la NIIF 16 Arrendamientos*. [chrome-](chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.ctcp.gov.co/proyectos/contabilidad-e-informacion-financiera/documentos-organismos-internacionales/enmiendas-niif-16-y-segundo-semester-2016/1514470938-2398)

[extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.ctcp.gov.co/proyectos/contab-](chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.ctcp.gov.co/proyectos/contab-)

[ilidad-e-informacion-financiera/documentos-organismos-internacionales/enmiendas-niif-](chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.ctcp.gov.co/proyectos/contab-)

[16-y-segundo-semester-2016/1514470938-2398](chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.ctcp.gov.co/proyectos/contab-)

Naciones Unidas (2015). *Los ODS en acción. Objetivos de Desarrollo Sostenible*. PNUD.

<https://www.undp.org/es/sustainable-development-goals>

Sarandi, A. (3, 2021). *Breve historia de los bonos con etiqueta*. Janus Henderson Investors.

<https://cdn.janushenderson.com/webdocs/A+short+history+of+labelled+bonds+March+2021+Final+es.pdf>

Sustainalytics (d de abril, 2018). *Second-party opinion. Bancóldex Social Bond Framework*.

https://mstar-sustops-cdn-mainwebsite-s3.s3.amazonaws.com/docs/default-source/spos/10854_bancoldex_social_bond_second_opinion_english.pdf?sfvrsn=62916151_3