

## Ponencias Tardías

### ***LAS FINANZAS SUSTENTABLES Y SOSTENIBLES EN EL MERCADO DE CAPITALS ARGENTINO.***

***Mariela BERTOLA - Elizabeth Jesica CHAVERO - Patricia GONZALEZ - Pablo Gustavo SALINA***

**Sumario:** En la presente ponencia, se describe el marco regulatorio, los principios y las buenas prácticas, así como el proceso que deben seguir los emisores interesados en la emisión de Bonos Sociales, Verdes y Sustentables (en adelante, los “Bonos SVS”), como así también, de Bonos Vinculados a la Sostenibilidad (en adelante, los “Bonos VS”). Estos valores negociables cuentan con estándares internacionales ampliamente aceptados por las bolsas de valores que, a la fecha, han implementado un segmento o panel específico para su visualización y listado. Tales estándares son reconocidos por la Comisión Nacional de Valores (en adelante, la “CNV”) y adoptados por Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (en adelante, “BYMA”) quienes se encargan de otorgarles la oferta pública y la autorización de listado, respectivamente, aclarándose que BYMA lo hace a través de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (en adelante, la “BCBA”) a quien le delega ciertas facultades como entidad calificada en los términos de la Ley 26.831 y autorizada como tal por la CNV. Ahora bien, es dable destacar que estos estándares internacionales sufren modificaciones a lo largo del tiempo para adaptarse a las necesidades del mercado en su conjunto y a la evolución de aspectos sustentables y sostenibles, en los cuales la CNV, BYMA y la BCBA están comprometidos a adoptar aquellos que estimen como representativos.

**Palabras clave:** Sustentabilidad, sostenibilidad, financiamiento, inversiones.

## Introducción

Cada día somos más conscientes que debemos estar al servicio del medioambiente, teniendo problemas que denotan que no se puede seguir abusando de él. Por lo mismo, se debe internalizar que sea cual sea la actividad que se realice, todo puede ayudar o perjudicar a nuestro ambiente. Esta mirada impacta enormemente en las empresas en su rol de protagonistas de nuestra realidad, dado que por un lado las nuevas generaciones quieren ser parte y trabajar para empresas donde se cuide del planeta, por otro lado los consumidores cambiaron sus preferencias al dirigirse a productos que protejan y generen un impacto positivo ambiental y/o social y finalmente, los inversores también se encuentran alineados como estos cambios y exigen que los mercados de capitales aboguen por el desarrollo de alternativas de inversión amigables con lo ambiental, social y de gobierno corporativo.

BYMA ha venido desarrollando una estrategia de desarrollo sostenible a lo largo de los últimos años, abordando distintos proyectos en línea con dicho objetivo, en muchos casos con la colaboración activa de la BCBA, tales como la creación del Panel de Gobierno Corporativo, el lanzamiento del Índice de Sustentabilidad BYMA, el Panel de Bonos Sociales, Verdes y Sustentables<sup>17</sup>, y la reciente creación del Panel de Bonos Vinculados a la Sostenibilidad<sup>18</sup>. Justamente sobre estos dos últimos desarrollos centraremos nuestro trabajo.

Los Bonos SVS son instrumentos financieros que fueron incorporados al mercado de capitales argentino relacionados a la responsabilidad ambiental y/o social, tal como lo disponen los principios

---

17 Reglamento de Listado de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. de Bonos SVS.

18 Reglamento de Listado de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. de Bonos VS.

del Pacto Global de las Naciones Unidas<sup>19</sup>. De esta manera, la CNV y BYMA ponen al alcance de los emisores nuevas maneras de obtener financiamiento que les permita aportar, principalmente, a la mitigación de los efectos del calentamiento global de acuerdo con el objetivo establecido por el Protocolo de Kioto y el Acuerdo de París<sup>20</sup>, incentivando la participación de inversores y stakeholders al involucramiento de esta temática.

Los diversos instrumentos financieros con los que cuenta el mercado de capitales requieren siempre de la participación activa de los actores del mercado de capitales para un crecimiento y desarrollo fructuoso. En consecuencia, es importante que el regulador, en este caso, la CNV esté atento a nuevas temáticas, al tiempo que cuente con el acompañamiento de las instituciones que componen el mercado en su conjunto, entre las que se encuentran BYMA y a la BCBA, a fin de que en forma armónica y coordinada puedan dictar normativas adecuadas a las nuevas realidades y necesidades. Si bien en un principio, sólo existieron en nuestro mercado de capitales los Bonos SVS, con el tiempo, se vio la necesidad de incorporar a los llamados Bonos VS como valores negociables que, con su existencia y desarrollo, contribuyan a la sostenibilidad de los emisores desde una perspectiva medioambiental, social y/o de gobernanza corporativa.

En lo que respecta a la puesta en conocimiento de los paneles de Bonos SVS y VS como paneles temáticos de nuestro mercado de capitales, advertimos que no es suficiente con la difusión de la normativa, sino que se requiere de un proceso de educación financiera dirigido a todos los participantes tanto actuales, como potenciales, del mercado de capitales, a fin de que puedan tomar conocimiento de las características y requisitos que poseen tales valores negociables. Este trabajo tiene como objetivo principal lograr lo antedicho, es decir, ser un nexo de educación financiera entre la normativa y los participantes del mercado, en el que se pueda identificar la importancia que este tipo de iniciativas tienen para la sociedad en su conjunto. Las externalidades, en otras palabras, las consecuencias de los procesos de emisión de este tipo de valores negociables tienen alcance global, no solo para nuestro país, sino también a nivel mundial.

#### **Sustentabilidad- Bonos SVS (Sociales, Verdes y Sustentables) y VS (Vinculados a la Sostenibilidad)**

Los Bonos SVS se presentan como una alternativa adicional de inversión para el público en general y de financiamiento para los emisores, en la que ambos se unen para reflexionar sobre la importancia de aportar a la sustentabilidad doméstica, regional y mundial. Ahora bien, ¿qué significa la sustentabilidad? Para ello, haremos uso de la definición que la Comisión Mundial para el Medio Ambiente y el Desarrollo de las Naciones Unidas esbozó en el año 1983<sup>21</sup>, considerando que el desarrollo sustentable es aquel que satisface las necesidades del presente sin comprometer las capacidades que tienen las futuras generaciones para satisfacer sus propias necesidades.

Dicho esto entraremos de lleno en los conceptos y diferencias en materia de los Bonos Sociales, Bonos Verdes y Bonos Sustentables, correspondiendo realizar con carácter previo dos aclaraciones sustanciales: la primera de ellas es que la diferencia básica entre un valor negociable tradicional y otro que pueda ser considerado como Bono SVS está dada por el destino específico y predefinido dado a los fondos obtenidos de la colocación y la segunda es que como consecuencia de ello el proceso de emisión que llevan a cabo los emisores interesados en este tipo de productos no requiere una actuación diferente a la de cualquier valor negociable, pero sí deberán cumplimentar

19 Sitio web de la Organización de las Naciones Unidas. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/>

20 Sitio web de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático. <https://unfccc.int/es/process-and-meetings/the-paris-agreement/que-es-el-acuerdo-de-paris>

21 <https://www.un.org/spanish/conferences/cumbre&5.htm>

un conjunto de requisitos adicionales, los cuales serán identificados a lo largo de este trabajo.

### Bonos SVS<sup>22</sup>

#### *Bonos Sociales*

De acuerdo con la International Capital Markets Association<sup>23</sup> (en adelante, "ICMA"), son cualquier tipo de valor negociable en el que los fondos obtenidos de la colocación se aplicarán exclusivamente para financiar y/o refinanciar, en parte o en su totalidad, proyectos sociales elegibles, ya sean nuevos y/o existentes; tales proyectos deben abordar un problema social a fin de minimizarlo, neutralizarlo o mitigarlo, logrando resultados sociales positivos para cierto segmento poblacional objetivo definido.

#### *Bonos Verdes*

ICMA define a los Bonos Verdes como cualquier tipo de valor negociable en el que el destino de los fondos obtenidos de la colocación esté en línea con el financiamiento o refinanciamiento, sea en parte y/o en su totalidad, de proyectos verdes elegibles (nuevos y/o existentes); tales proyectos deben abordar un problema ambiental a fin de minimizarlo, neutralizarlo o mitigarlo, logrando resultados ambientales positivos, tales como la mitigación del cambio climático, la adaptación al cambio climático, la conservación de los recursos naturales y de la biodiversidad, el control y prevención de la contaminación, entre otros.

#### *Bonos Sustentables*

Según ICMA, los Bonos Sustentables son aquellos valores negociables donde los recursos obtenidos de la colocación se destinan exclusivamente a financiar y/o refinanciar, en forma total o parcial, una combinación de proyectos verdes y sociales elegibles.

Es dable destacar que los proyectos verdes y sociales deben estar alineados con los cuatro componentes de los Principios de Bonos SVS de ICMA, a saber: (i) el uso de los fondos<sup>24</sup>, (ii) el proceso de evaluación y selección de proyectos<sup>25</sup>, (iii) la gestión de los fondos<sup>26</sup>, y (iv) la presentación de informes<sup>27</sup>. Estos principios son guías de procesos con carácter voluntario que intentan lograr cierta homogeneidad en este tipo de valores negociables enfocándose en la transparencia, claridad, precisión e integridad de la información difundida.

---

22 Guía de Bonos SVS de Bolsas y Mercados Argentinos S.A.

23 Sitio web de ICMA: <https://www.icmagroup.org/>.

24 La documentación de la oferta debe especificar de manera totalmente clara el uso que el emisor le dará a los fondos obtenidos de la colocación, los cuales han de ser destinados a proyectos verdes y/o sociales. En caso de refinanciación de proyectos, el emisor indicará la proporción que será destinado a dicha refinanciación (con el horizonte temporal, de ser posible) y qué porción lo será a la financiación de nuevos proyectos.

25 El emisor informa de manera precisa y clara los objetivos ambientales y/o sociales a ser logrados, junto con la manera en la que los proyectos han sido elegibles. Se espera que el emisor logre una unión entre tales objetivos y su estrategia, como así también, objetivo corporativo.

26 El emisor debe demostrar la trazabilidad de los fondos obtenidos de la colocación en todo momento, toda vez que los mismos han de tener fines específicos establecidos en el documento de la oferta. La transparencia en todo el proceso de asignación de los fondos es un aspecto fundamental, debiendo el emisor informar si la totalidad de los fondos han sido aplicados a los fines determinados o no. Los fondos provenientes de la colocación deben ser aplicados en un plazo que no supere los 24 meses desde la emisión del valor negociable, salvo que se establezca un cronograma de asignación de los mismos.

27 El emisor se compromete a difundir periódicamente información sobre la asignación total y/o parcial de los fondos obtenidos de la colocación, identificando aquellos proyectos a los cuales se han destinado tales fondos. Resulta importante que el emisor describa tales proyectos, al menos, brevemente, especificando los impactos ambientales y/o sociales obtenidos o a ser obtenidos.

Un aspecto clave que comparten estos valores negociables con los Bonos VS es que requieren de una revisión externa por parte de un tercero independiente que verifique los proyectos elegibles definidos por el emisor, sus impactos sociales y/o ambientales, brindando su opinión respecto al carácter de Bono SVS de tal valor negociable. Asimismo, tal tercero independiente deberá verificar la alineación de tal valor negociable a los cuatro principios aludidos. Toda la información deberá estar disponible para el público inversor en general en todo momento para mantener la transparencia en la operación a ser llevada a cabo.

En nuestro ámbito ya se encuentran incluidos en los paneles correspondientes, distintas emisiones canalizadas a través de fideicomisos financieros, fondos comunes de inversión, obligaciones negociables, lo que demuestra la evolución y el impacto que han tenido en el mercado de capitales.

A modo de reseña, resulta de interés mencionar el caso del Fideicomiso Financiero “Proyecto Vida – Laboratorios Richmond”<sup>28</sup> que tiene un fin social mediante la financiación, adquisición, instalación y puesta en marcha de una planta para la producción y comercialización de vacunas, y, de este modo, permite al Fiduciante tener capacidad instalada para la producción de vacunas innovadoras para la República Argentina, la región y a nivel mundial en el tratamiento de los riesgos futuros pandémicos. También es interesante la estructuración del “Fideicomiso Financiero Fecovita”<sup>29</sup>, en el cual el producido neto de la colocación es destinado a la financiación de proyectos sociales elegibles con beneficios en acceso a servicios esenciales de financiación a grupos vulnerables o excluidos como son los pequeños productores rurales de la industria vitivinícola relacionados con el sector cooperativo de Fecovita.

Asimismo, se encuentran incorporadas al panel las cuotapartes emitidas en el marco del Fondo Común de Inversión “Pellegrini I Fondo Común de Inversión Cerrado Inmobiliario”<sup>30</sup>, el cual aplica los fondos provenientes de la colocación a la inversión en activos de naturaleza inmobiliaria, generando un impacto social en virtud de la cantidad de nuevas viviendas creadas para poblaciones de ingresos medios y bajos, permitiendo adicionalmente la creación de nuevos empleos, mediante el crecimiento de la cadena de valor de la construcción.

También, se han emitido numerosas obligaciones negociables<sup>31</sup> que tienen por finalidad la construcción de parques solares, parques eólicos y otros proyectos de generación de energías limpias y renovables alineados a los componentes principales del ICMA.

#### Bonos Vinculados a la Sostenibilidad<sup>32</sup> (Bonos VS)

En la búsqueda de nuevas formas de financiamiento que alienten a las empresas y entidades al propósito de contribuir a la sostenibilidad desde una perspectiva medioambiental, social y/o de gobernanza corporativa, BYMA en conjunto con la BCBA, desarrolló un Panel específico a fin de darle visibilidad a los Bonos VS. Pero ¿A qué llamamos Bono VS? Los Bonos VS son valores negociables

---

28 <https://www.byma.com.ar/bonos-svs-esp/> (aviso de autorización de listado e incorporación al Panel de Bonos SVS difundido el 30/07/2021, junto con el informe del revisor externo en los medios informativos de BYMA).

29 <https://www.byma.com.ar/bonos-svs-esp/> (aviso de autorización de listado e incorporación al Panel de Bonos SVS difundido el 27/11/2020, junto con el informe del revisor externo en los medios informativos de BYMA).

30 <https://www.byma.com.ar/bonos-svs-esp/> (aviso de autorización de listado e incorporación al Panel de Bonos SVS difundido el 03/06/2021, junto con el informe del revisor externo en los medios informativos de BYMA)

31 Luz de Tres Picos S.A. (Clase 1); Luz de Tres Picos S.A. (Clases 2 y 3); 360 Energy Solar S.A. (Clase 1); YPF Energía Eléctrica S.A. (Clase X), entre otros. (<https://www.byma.com.ar/bonos-svs-esp/>), cuyos valores negociables fueron autorizados a listar en fechas 21/10/2021, 02/05/2022, 27/06/2022 y 28/01/2022, respectivamente.

32 Guía de Bonos VS de Bolsas y Mercados Argentinos S.A.

cuyas características financieras y/o estructurales pueden variar dependiendo de si el emisor logra ciertos objetivos en sostenibilidad dentro de un lapso de tiempo previamente delimitado. Los beneficios de la emisión se relacionan directamente con propósitos generales del emisor y sus objetivos se miden a través de indicadores clave de rendimiento (“KPIs” por sus siglas en inglés) y se evalúan en función de los objetivos de desempeño en sostenibilidad (“SPTs” por sus siglas en inglés) establecidos. En efecto, los emisores se comprometen a mejorar su desempeño en materia de sostenibilidad en un plazo previamente definido, sin que el uso específico de los fondos obtenidos se aplique a un fin particular.

Estos valores negociables tienen visibilidad en BYMA a partir de su inclusión en un Panel específico. Las emisoras interesadas en listar dichos valores negociables deberán cumplir con los requisitos establecidos en el Reglamento de Listado (común para todas a las emisiones) y, adicionalmente, con los exigidos en el Reglamento de Bonos VS. Asimismo, las emisoras cuentan con una Guía para el Listado de Bonos VS.

Es importante destacar que es requisito indispensable contar con una Revisión Externa que confirme la alineación del valor negociable a los Principios de Bonos VS de ICMA a saber: (i) selección de indicadores clave de desempeño (KPIs)<sup>33</sup>, (ii) calibración de los objetivos de desempeño en sostenibilidad (SPTs)<sup>34</sup>, (iii) características del valor negociable<sup>35</sup>, (iv) presentación de informes o reporting<sup>36</sup>, y (v) verificación<sup>37</sup>. Estos principios son guías de procesos con carácter voluntario que intentan lograr cierta homogeneidad en este tipo de valores negociables enfocándose en la transparencia, claridad, precisión e integridad de la información difundida.

En lo que respecta al destino de los fondos obtenidos de la colocación, cabe aclarar que pueden ser utilizados con fines generales corporativos, por lo que el uso específico de los mismos no es determinante para su categorización.

Si bien se trata de un desarrollo muy reciente, a la fecha de confección de este trabajo ya hay una obligación negociable de este tipo emitida por la empresa Red Surcos S.A. por un monto total de 20 millones de dólares estadounidenses, cuya maturity (vencimiento) es de 24 meses.

### Proceso de emisión

En los momentos previos a la emisión de los Bonos SVS y VS, la Emisora debe analizar cuáles

---

33 Pueden ser internos o externos a la compañía, pero deben ser relevantes, estratégicos y materiales para los negocios y actividades del emisor. Asimismo, deben permitir su cuantificación a través de una metodología coherente (con un punto de referencia o línea base, de ser posible), ser verificables externamente y comparables con terceros.

34 Se trata del compromiso que asume el emisor del Bono VS, el cual debe ser factible de llevarse en la práctica con cierta ambición (es decir, representar una mejora material) y definido temporalmente. Ahora bien, los SPTs definidos por el emisor deben tener en cuenta aquellos definidos por fuentes oficiales, el desempeño de los competidores y, sobre todo, su propio desempeño como compañía

35 Se refiere a las características financieras y/o estructurales del valor negociable, las cuales deben considerar las consecuencias que se desencadenan ante el cumplimiento o no de los SPTs definidos por el emisor (por ejemplo, reducción de la tasa de cupón ante el cumplimiento o el incremento en la tasa de cupón ante el incumplimiento de los SPTs).

36 El emisor se compromete a difundir periódicamente información sobre los resultados de los KPIs y avances en el cumplimiento de los SPTs, como así también, toda otra información que resulte de relevancia en el marco de la emisión ya realizada.

37 Los emisores deberán contratar a un tercero independiente que certifique y verifique el nivel de avance en el cumplimiento o no de los SPTs definidos a través de los KPIs establecidos al momento de la emisión. Tal revisor externo debe contar con el expertise y competencias adecuadas y que sean demostrables, debiendo el emisor poner a disposición del público inversor tal revisión externa con, al menos, periodicidad anual.

serán los proyectos elegibles verdes y/o sociales a ser financiados y/o refinanciados, en el caso de los Bonos SVS, como así también, cuáles serán los objetivos e indicadores claves de sostenibilidad para el caso de los Bonos VS. Asimismo, la Emisora, en lo que respecta a los Bonos SVS, definirá los procesos y controles internos que le permitan mantener la trazabilidad de los fondos obtenidos de la colocación en todo momento, los cuales deberán posibilitarle dar la información actualizada al público inversor acerca de los fondos invertidos. Como ya se ha esbozado previamente, tanto para los Bonos SVS como para los Bonos VS, es requisito la existencia de una revisión externa que opine acerca del carácter de tales valores negociables y el cumplimiento de los principios aludidos en párrafos precedentes.

Cabe destacar que el proceso de emisión de estos bonos temáticos si bien es similar al de cualquier otro valor negociable, los emisores deben tener presente ciertos requisitos adicionales por el carácter que tendrán y visibilidad de tales valores negociables en los paneles específicos creados al efecto.

Luego del proceso de emisión, los emisores deben cumplir con el régimen periódico informativo, como así también, de información relevante, de acuerdo con las Normas de la CNV y Reglamento de Listado de BYMA. No obstante, se adicionan los reportes e informes a ser confeccionados y remitidos al mercado para su difusión, a saber:

Para el caso de los Bonos SVS: El emisor deberá informar al menos anualmente a través de un reporte el listado de proyectos y activos a los cuales se le asignará (o reasignarán) los recursos del Bono SVS, incorporando los montos asignados a cada uno de éstos junto con el impacto esperado de dichos proyectos. En ese marco, el emisor incluirá indicadores cualitativos de desempeño de los proyectos financiados y/o refinanciados junto con, cuando sea posible, indicadores cuantitativos con respecto al impacto esperado.

Para el caso de los Bonos VS: El emisor deberá remitir, en forma anual y en cualquier fecha o período relevante, un informe o reporte en el que se evalúe el desempeño de los objetivos de sostenibilidad a partir de los KPIs definidos, todo lo cual contará con un informe de un revisor externo independiente con el expertise adecuada al efecto.

En todos los casos el documento de la oferta (sea Prospecto, Suplemento de Prospecto o Suplemento de Precio) deberá contener un capítulo específico en el que se haga mención a los principios de Bonos SVS o VS, identificándose al revisor externo independiente.

Finalmente debe señalarse que como una manera de incentivar en el mercado local las emisiones de Bonos SVS, se encuentran bonificados los derechos de estudio, así como los de mantenimiento de listado de las respectivas emisiones.

### **Conclusión**

La sustentabilidad y sostenibilidad son conceptos que implosionaron en el mercado de capitales argentino a partir de los Bonos SVS y VS. Los emisores, inversores, stakeholders y demás participantes del mercado deben darles la importancia que merecen y consideramos que así se viene observando a lo largo de este último tiempo. Ahora bien, ¿por qué sucede que ambos conceptos pasaron de ser aspectos secundarios para convertirse en primarios en orden de prelación? La respuesta no merece un gran análisis, toda vez que es clara la necesidad de que la economía mundial sea sostenible.

En este sentido, resulta indispensable que las instituciones se adapten a los grandes cambios sociales, culturales y económicos de los últimos tiempos, siendo necesario el incentivo de nuevos

instrumentos financieros que reflejen la evolución de los principales actores de la economía universal. En la actualidad, existen nuevos inversores con intereses diferentes que impactan en sus decisiones de inversión. Por lo tanto, los mercados son interpelados a evolucionar y a aportar las herramientas necesarias para contribuir al desarrollo económico en función de los nuevos paradigmas que se presentan. En virtud de ello, nos encontramos ante una nueva oportunidad de crecimiento, acompañando el interés en materia ambiental, social, sustentable y/o sostenible. Tanto BYMA como la BCBA han demostrado su compromiso con el fomento de estos nuevos instrumentos financieros mediante una regulación flexible que le permite a los potenciales inversores cumplir con su intención de inversión en vehículos sustentables y/o sostenibles como, asimismo, en facilitarles a los emisores los requisitos para que se involucren con los proyectos. De este modo, con el compromiso y la colaboración mutuas, todos contribuiremos al crecimiento y progreso sustentable y sostenido de la economía local, regional y mundial.

El mercado de capitales argentino tiene la función principal de ser el canalizador de los ahorros y recursos de las personas (tanto humanas como jurídicas) hacia el desarrollo y crecimiento productivo de nuestro país. Por ende, en este marco, las inversiones ASG (Ambiental, Social y de Gobierno Corporativo) -o, en inglés, ESG (Environmental, Social and Governance), resultan de vital importancia en el entendimiento de la preferencia de los inversores y la sociedad en su conjunto sobre que la sostenibilidad y sustentabilidad son elementos transversales a las estrategias de las compañías y no un criterio a incorporar por oportunidad o conveniencia.

No obstante, lo hasta aquí expuesto demuestra que tanto el sector privado como el sector público y dentro del mismo no solamente están las empresas con participación estatal, sino que nos referimos al estado en su conjunto, sea nacional, provincial y municipal, con todos sus organismos centralizados, descentralizados, autónomos y autárquicos, deben aunar voluntades para lograr una economía que sea amigable ambiental y socialmente. Esperamos que este sea, al menos, un pequeño aporte a la idea ya expresada por nosotros de que la educación financiera en esta materia es fundamental si tenemos como objetivo lograr un mercado de capitales cada vez más inclusivo y adaptado a las nuevas necesidades de instrumentos financieros que fomenten las perspectivas medioambientales, social y/o de gobernanza corporativa.