

## HACIA MERCADOS DE VALORES VERDES Y SUSTENTABLES

*Patricia Mónica González*

### SUMARIO:

Los mercados de valores cumplen un rol fundamental como plataformas donde se difunde información ambiental, social y de Gobierno Corporativo (ESG), como proveedores de infraestructura de mercado para el listado de activos sustentables y como una alternativa posible al financiamiento bancario, especialmente para las PyMES. Su posición es ideal para facilitar el diálogo entre emisoras e inversores con miras al desarrollo de nuevos productos financieros relacionados a la acción global climática.



### 1. Introducción

En los últimos años, la perspectiva de los negocios ha cambiado. El desempeño de las empresas en términos ambientales, sociales y de Gobierno Corporativo (ESG, por sus siglas en inglés) se transformó en un factor de peso en un nuevo escenario de alcance global.

Así se han establecido objetivos particularmente relevantes en nuestra forma de interactuar con el medio ambiente a través de acuerdos emblemáticos tales como el Acuerdo de París en la COP21 y los Objetivos de Desarrollo Sostenible<sup>1</sup>. Justamente para alcanzar estos objetivos se requieren formas innovadoras de financiamiento e inversión, lo que nos introduce en el tema de las “finanzas verdes”.

Es en esta instancia donde será indispensable una mayor colaboración entre el poder político y los mercados de capitales a fin de lograr el cumplimiento de los compromisos climáticos globales. En el sistema financiero, múltiples actores vienen demostrando interés en impulsar la transformación económica, la inclu-

---

<sup>1</sup> <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/objetivos-de-desarrollo-sostenible/>

sión social y las prioridades ambientales: bancos de desarrollo, bancos centrales, reguladores, agencias de calificación de riesgo y mercados de valores.

En este trabajo haré hincapié en el rol que ha tocado a los mercados de valores –como instituciones de relevancia dentro del mercado de capitales– en esta transformación, analizando varias iniciativas recientes en la materia a nivel local.

## 2. Desarrollo

### 2.1. Finanzas verdes- Acuerdos globales

Previamente a adentrarme de lleno en el tema de los mercados de valores y su rol en el desarrollo y promoción de las finanzas verdes y la sustentabilidad, corresponde hacer una breve reseña respecto a los acuerdos globales recientes celebrados por los Estados Miembros de la ONU para cumplir con una serie de objetivos relacionados con las finanzas verdes:

*Acuerdo de París/COP21, firmado en abril 2016*<sup>2</sup>. Su objetivo principal es fortalecer la respuesta global a la amenaza del cambio climático, manteniendo el incremento de la temperatura global por debajo de los 2 grados Celsius durante este siglo, en base a los niveles preindustriales, y seguir trabajando para limitar el incremento de la temperatura aún más, hasta los 1.5 grados Celsius. Adicionalmente, el acuerdo busca fortalecer la capacidad de los países para enfrentar los impactos del cambio climático. Establece explícitamente como un objetivo hacer que “los flujos financieros sean consistentes con una trayectoria de bajas emisiones de GEI (Gases Efecto Invernadero) y resilientes al cambio climático”.

Mediante la Ley N° 27.270 nuestro país ratificó el Acuerdo de París y actualizó sus Contribuciones Nacionales Determinadas (NDC)<sup>3</sup> convirtiendo a estos instrumentos financieros en posibles herramientas para el cumplimiento de las metas asumidas.

Durante su Presidencia del G20, la República Argentina avanzó en la agenda para la movilización y despliegue de las finanzas sustentables a fin de contribuir al objetivo estratégico de lograr un crecimiento económico fuerte, sostenible, equilibrado e inclusivo; actuando así en pos del lema “Construyendo Consenso para un Desarrollo Equitativo y Sostenible” en el Canal de Finanzas del G20<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Ley 27270 Acuerdo de París. publicada en el BO del 19.09.2016

<sup>3</sup> <https://www.argentina.gob.ar/ambiente/sustentabilidad/cambioclimatico/contribuciones>

<sup>4</sup> [https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/declaracion\\_de\\_lideres\\_de\\_buenos\\_aires.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/declaracion_de_lideres_de_buenos_aires.pdf)

La Agenda 2030/ODS, adoptada en septiembre 2016– La Agenda 2030,<sup>5</sup> un conjunto de 17 metas conocidas como los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), proporciona las bases para generar “valor compartido” dirigido a incrementar la prosperidad, la inclusión social y la regeneración ambiental. La agenda fue acordada por 193 países, estableciendo los 17 objetivos u ODS, de los cuales 11 tienen metas relacionadas con el cambio climático. Específicamente, Objetivo 13 Cambio Climático, Meta 13.3, es relevante para las bolsas de valores: mejorar la educación, la sensibilización y la capacidad humana e institucional respecto de la mitigación del cambio climático, la adaptación, la reducción de sus impactos y la alerta temprana.

*La Agenda de Acción de Addis Abeba, adoptada en julio 2015*<sup>6</sup> La Agenda de Acción establece bases fuertes para apoyar la implementación de la Agenda 2030 de Desarrollo Sostenible. Proporciona un nuevo marco global para financiar el desarrollo sostenible mediante la alineación de todos los flujos financieros y de las políticas con prioridades económicas, sociales y ambientales. Los acuerdos directamente relevantes para las bolsas de valores incluyen párrafos donde los gobiernos se comprometen a “diseñar políticas, incluyendo regulaciones para el mercado de capitales cuando sea apropiado, que promuevan incentivos a través de la cadena de inversión que estén alineados con indicadores de sostenibilidad y desempeño a largo plazo, y que reduzcan el exceso de volatilidad”.

## *2.2. Las finanzas verdes y el rol de los mercados de valores*

Los mercados de valores desempeñan un papel fundamental en la economía, comprometiéndose en el desarrollo de productos o servicios, en los procesos, en la distribución y en la generación de la cadena de valor, alentando a nuevos emisores a entrar al mercado, promoviendo esfuerzos para cumplir con las mejores prácticas y ofreciendo claridad y confianza a los inversores.

Al actuar como mediadores entre los principales actores del mercado de capitales, tienen la oportunidad de comportarse como facilitadores y al mismo tiempo defensores de la transición hacia una economía más verde y sustentable.

Para lograr estos objetivos resulta necesario que los mercados de valores trabajen en paralelo en dos áreas. La primera es la promoción de productos y servicios etiquetados como verdes, lo que ayuda a dirigir fondos hacia proyectos verdes y a educar emisores respetuosos con el medio ambiente. La segunda im-

<sup>5</sup> <https://www.onu.org.ar/agenda-post-2015/>

<sup>6</sup> 99ª sesión plenaria 27.07.2015 de la ONU Anexo Agenda de Acción de Addis Abeba de la Tercera Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo

plica el enverdecimiento de los mercados financieros, por ej. haciendo comunes los temas ambientales dentro de los mismos. Existen además dos áreas de acción transversales que facilitarán los esfuerzos en las dos primeras y consisten en 1) fortalecer la calidad y disponibilidad de información relacionadas con cambio climático y medio ambiente, entre emisores e inversores y 2) contribuir a incrementar el diálogo y la construcción de consensos sobre finanzas verdes entre participantes del mercado financiero.

Como contrapartida los mercados de valores se benefician al implementar finanzas verdes porque:

- Atraen el listado de nuevos productos financieros y IPOs de emisiones verdes;
- Fortalecen su posición competitiva como mercado al operar en la vanguardia de nuevos instrumentos;
- Satisfacen la demanda de inversores en productos y servicios verdes;
- Refuerzan su posición en la economía y la sociedad<sup>7</sup>

### *2.3. Sustentabilidad y finanzas verdes en el mercado de capitales argentino*

La Ley N° 26.831 (modificada por la Ley de Financiamiento Productivo N° 27.440)<sup>8</sup> señala como uno de sus objetivos el desarrollo del mercado de capitales y la promoción de la participación en el mismo, favoreciendo especialmente los mecanismos que fomenten el ahorro nacional y su canalización hacia el desarrollo productivo, siendo misión de las instituciones que integran dicho sistema propender al desarrollo y fortalecimiento del citado mercado, creando productos que se consideren necesarios a ese fin.

Es en ese camino y unido a la preocupación que ha demostrado nuestro país a través de los acuerdos y Convenios firmados a los que ya hiciera referencia, que en los últimos años surgieron en las instituciones locales diferentes iniciativas destinadas a generar impacto social, ambiental, y/o de gobernanza positivo, a las cuales me referiré seguidamente.

---

<sup>7</sup> ¿Cómo pueden las bolsas de valores hacer crecer las finanzas verdes? un plan de acción voluntario- Reporte publicado en la página web de la Sustainable Stock Exchange (SSE) <http://www.sseinitiative.org/>

<sup>8</sup> Ley26831 De mercado de capitales publicada en el BO del 28-12-2012 y ley27440 Ley de financiamiento productivo--impulso al financiamiento de PYMES publicada en el BO del 11-05-2018

### Índice de sustentabilidad

Se trata de una iniciativa llevada a cabo por Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA)<sup>9</sup>, mercado éste que lanzó el primer Índice de Sustentabilidad de la República Argentina a través de un trabajo conjunto con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). El mismo tiene carácter no comercial y apunta a la construcción de un mercado de capitales cada vez más sustentable, en línea con los objetivos de Desarrollo Sostenible.

Recordemos que BYMA es un mercado argentino que se constituyó en respuesta a las necesidades que planteó el nuevo mercado de capitales previsto en la Ley 26.831, a partir de una reorganización del Mercado de Valores de Buenos Aires S.A., que escindió parcialmente su patrimonio para constituir una nueva entidad, incorporando a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires como accionista. “BYMA” obtuvo en el año 2017 la membresía de Sustainable Stock Exchange Initiative (SSE) - una iniciativa de Bolsas de Valores Sostenibles de las Naciones Unidas<sup>10</sup>.

El objetivo del Índice de Sustentabilidad es generar conciencia y sensibilizar a las empresas respecto de los beneficios que implica reportar la sustentabilidad:

- incremento de la capacidad para atraer capital,
- mejora de la reputación y posicionamiento de la marca,
- fidelización del capital humano.

En relación a los inversores y a la comunidad en general, la finalidad es concientizar acerca de que las empresas sustentables presentan un compromiso más a largo plazo con la comunidad, el medio ambiente y la transparencia en la toma de decisiones.

En este sentido, el índice evalúa el desempeño de las emisoras en cuatro ejes en función de la información reportada y disponible al público en general: Ambiental, Social, Gobierno Corporativo y Desarrollo Sostenible. El peso ponderado a los pilares Ambiental, Social y Gobierno Corporativo es de 26,66% cada uno; y 20,02% a Desarrollo Sostenible.

Dicho índice se basa en la metodología de IndexAmericas, creada por el BID, en alianza con S-Network Global Indexes, el Earth Institute de Columbia University; utilizando la información proveniente de Thomson Reuters. El universo está determinado por las emisoras a las que Thomson Reuters realiza cobertura en materia de ESG, que sean argentinas y estén listadas en BYMA.

<sup>9</sup> Para ampliar información sobre conformación del índice de Sustentabilidad ver página institucional de ByMA <https://www.byma.com.ar>

<sup>10</sup> <http://www.sseinitiative.org/sse-partner-exchanges/list-of-partner-exchanges/>

- Panel de gobierno corporativo

Es una iniciativa de autorregulación de BYMA donde se destacan las empresas con buenas prácticas de Gobierno Corporativo (GC).

Consiste en un panel de cotización para negociar acciones emitidas por compañías que voluntariamente adoptan prácticas de GC adicionales, más allá de las requeridas por la Ley General de Sociedades, la Ley de Mercado de Capitales y las Normas de la Comisión Nacional de Valores. Listar en este panel implica para las emisoras la adopción de un conjunto de normas corporativas que protegen aún más los derechos de los accionistas, entre las que figuran, por ejemplo, diversidad de género en el órgano de administración, comité de nominaciones y remuneraciones, política de remuneraciones, política de nominaciones, política de dividendos, programas de integridad, dispersión accionaria, evaluación del directorio, reporte anual. Su objetivo es incrementar la transparencia, así como también mejora la divulgación de las políticas y la existencia de estructuras de monitoreo y control.

Al respecto cabe señalar que este panel cuenta con una reglamentación específica<sup>11</sup>, que en materia de sustentabilidad establece obligaciones tales como que el emisor cuente en su sitio web con una Sección de Relaciones con Inversores y Gobierno Corporativo, en la que incluya información sobre sustentabilidad del emisor. Asimismo, formando parte del Reporte Anual aprobado por el Órgano de Administración que se publica en el citado sitio, deberá incluirse una descripción de las prácticas, políticas y proyectos adoptados en materia de sustentabilidad.

- Valores negociables sociales, verdes, y sustentables (svs)

Ante el incremento en la demanda de oportunidades de inversión en instrumentos financieros destinados a proyectos que tengan por objeto mitigar el cambio climático, generar impacto social, ambiental, y/o de gobernanza positivo respaldando el desarrollo sustentable, principalmente por parte de inversores institucionales provenientes de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la Comisión Nacional de Valores (CNV) dictó con fecha 22.03.2019 la Resolución General N° 788<sup>12</sup>, conocida como Lineamientos de Argentina para la Emisión de Valores Negociables Sociales, Verdes y Sustentables (los Lineamientos).

---

<sup>11</sup> Ver Reglamento del Panel de Gobierno Corporativo publicado en página institucional de ByMA <https://www.byma.com.ar>

<sup>12</sup> <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/MarcoRegulatorio>.

El objetivo de dicha iniciativa ha sido el de generar un marco normativo adecuado en el ámbito del mercado de capitales para la creación de instrumentos financieros específicos que contribuyan... “a los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas, conocidos como Objetivos Mundiales, en materia de combate de la pobreza, educación inclusiva, igualdad de género, empleo digno y crecimiento económico, inclusivo y sostenible...”.

En este contexto el organismo Regulador tuvo en cuenta que en el derecho comparado <sup>13</sup>existen guías sociales, verdes y sustentables, que funcionan como iniciativas autorregulatorias, motivo por el cual dicha entidad optó por emitir lineamientos de carácter orientativo para que sea el mercado quien otorgue y remueva las etiquetas sociales, verdes y/o sustentables dentro de la órbita de su competencia.

De esta manera surge un marco conceptual para instrumentar emisiones sustentables, los “Lineamientos” que constituye un compendio de buenas prácticas dirigidas a los mercados a los fines de canalizar mejor su desarrollo mediante la estandarización de criterios.

Dichos Lineamientos reconocen como fuente principal los estándares internacionalmente reconocidos como los Principios de Bonos Verdes (“Green Bond Principles” GBP), los Principios de Bonos Sociales (Social Bond Principles SBP) y la Guía de Bonos Sustentables (Sustainable Bonds Guidelines SBG) elaborados por la Asociación Internacional de Mercado de Capitales (ICMA)<sup>14</sup> y el Estándar Internacional sobre Bonos Climáticos (International Climate Bonds Standard CBS) creado por la Iniciativa de Bonos Climáticos (Climate Bonds Initiative CBI)<sup>15</sup>.

En este marco los Bonos Verdes son definidos por los GBP como “cualquier tipo de bono donde los recursos serán exclusivamente destinados para financiar, o refinanciar, ya sea en parte o totalmente, proyectos nuevos o existentes que sean elegibles como ‘proyectos verdes’”; contemplan beneficios ambientales como la mitigación y/o adaptación al cambio climático, la conservación de la biodiversidad, la conservación de recursos nacionales, o el control de la contaminación del aire, del agua y del suelo. Los Bonos Sociales son definidos por los SBP como aquellos cuyos recursos serán exclusivamente utilizados para financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad, proyectos sociales elegibles, tienen como objeto abordar o mitigar un determinado problema social y/o con-

<sup>13</sup> V.gr. La Bolsa de Valores de Luxemburgo (LuxSE) lanzó la Bolsa Verde de Luxemburgo (LGX).

<sup>14</sup> Para más información visite <https://www.icmagroup.org/>.

<sup>15</sup> <https://www.climatebonds.net/standard>.

seguir resultados sociales positivos especial, pero no exclusivamente, para un determinado grupo de la población; los fondos de la emisión se destinan a proyectos con beneficios sociales, tales como: acceso a la infraestructura, seguridad alimentaria, igualdad de género y vivienda asequible. En tanto que los Bonos Sustentables son aquellos que financian una combinación de proyectos ambientales y sociales.

Seguidamente se destacan algunas características distintivas de la RG N° 788:

- Deja librado a los mercados la posibilidad de establecer segmentos de negociación, paneles, u otorgar etiquetas, sociales, verdes y/o sustentables, para lo cual deberán tomar en consideración las pautas establecidas en los Lineamientos, ello a partir de una amplia variedad de instrumentos financieros ya existentes que podrán ser utilizados por los potenciales emisores, tales como obligaciones negociables, Bonos de proyecto, cuotapartes de fondo común de inversión y valores fiduciarios. También es facultativo par los mercados la elaboración de guías voluntarias a seguir por los emisores.
- La CNV, al otorgar la Oferta pública, no se pronunciará sobre el carácter social, verde y/o sustentable de la emisión, siendo éste aspecto responsabilidad del órgano de administración de la emisora, órgano éste que deberá manifestar en el Prospecto correspondiente que se ha orientado por los Lineamientos.
- Condición excluyente: en todos los casos el uso de los fondos será destinado exclusivamente a financiar proyectos sociales, verdes y sustentables. La utilización de los fondos debe estar apropiadamente descripta en el prospecto de emisión y principalmente en el Informe generado por el revisor externo independiente.
- Monitoreo: el emisor debe contar con un proceso formal para monitorear los fondos obtenidos hasta su asignación final.
- El emisor debe definir los proyectos a ser financiados, describiendo en el prospecto los impactos estimados en base a su posibilidad de medición de acuerdo a lo establecido en el marco del valor negociable verde y/o social.
- El desarrollo de revisiones externas es sugerido para reforzar la credibilidad de la etiqueta de verde, social o sustentable. Los revisores independientes serán responsables de validar las credenciales verdes y/o sociales de los Valores Negociables SVS de acuerdo con los GBP/SBP/SBG y/o CBI.
- Los mercados controlarán la presentación de las revisiones externas, en el caso que resulten exigidas. Éstos podrán retirar la etiqueta temática si los emisores no cumplen con los requisitos especificados por los Lineamien-



tos y las reglamentaciones vigentes dictadas por los mismos. Un Valor Negociable SVS puede perder su etiqueta si no cumple con el criterio de uso de los fondos, no cumple con sus obligaciones de reporte, o no cumple con las cuestiones estipuladas en el reglamento del mercado creado al efecto.

- El emisor deberá proporcionar y mantener información actualizada y fácilmente disponible sobre el uso de los fondos, renovándola anualmente hasta su asignación total, y posteriormente según sea necesario en caso que haya un hecho relevante, a través de un Reporte sobre el impacto del valor negociable emitido durante su vigencia, y hasta que la totalidad de los fondos hayan sido asignados, resultando aconsejable que el Reporte sea validado por el revisor externo independiente para su posterior difusión.

### **3. Valoración y palabras finales**

Las finanzas sustentables atraviesan una etapa de crecimiento en los más diversos ámbitos y en una gran diversidad de países y regiones. El cumplimiento de las metas específicas a 2030 establecidas por los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), en particular las relacionadas con “producción y consumo responsables”, no dependerá únicamente de acciones de parte de empresas y de consumidores. El sector financiero puede contribuir para acelerar y facilitar la transición hacia un mejor planeta para todos.

Los mercados de valores cumplen un rol fundamental como plataformas donde se difunde información ESG, como proveedores de infraestructura de mercado para el listado de activos sustentables y como una alternativa posible al financiamiento bancario, especialmente para las PyMES.

Se enfrentan así los mercados de valores a la tarea de canalizar aquellos proyectos de índole ambiental y/o social que permitan desarrollar la industria de la inversión responsable en el ámbito del Mercado de Capitales. Para ello será necesario propiciar el diálogo entre los actores del mercado sobre cómo impulsar el financiamiento de proyectos verdes y sociales en el mercado local, al tiempo de proponer incentivos y mecanismos que provoquen cambios favorables en las prácticas de mercado, vehículos de inversión y marcos regulatorios existentes.

En el caso particular de nuestro país ByMA ha tomado la iniciativa, y al Índice de Sustentabilidad y al Panel de Gobierno Corporativo, se agrega el desafío que implica instrumentar, en base a las directivas emanadas de la RG N° 788 de la CNV, un panel verde de listado, diseñando las guías y la reglamentación

aplicables al mismo, de manera tal de facilitar el camino para que los proyectos SVS encuentren el marco adecuado para su concreción.

Cierro este trabajo con una reflexión del Secretario General de la ONU António Guterres “*Sin un medio ambiente sano no podemos erradicar la pobreza ni construir prosperidad*”.