

NUEVOS DESAFÍOS CONTABLES ANTE LA EMISIÓN DE VALORES NEGOCIABLES SVS

Rosana García*
Analía Goenaga**

Resumen

Los problemas ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) se están convirtiendo en un área de enfoque en la comunidad inversora, preocupada por la prosperidad de sus inversiones a largo plazo.

Es por ello que el sector financiero ha debido afrontar estas nuevas demandas ofreciendo un modelo de inversión en el que los aspectos económicos, sociales y ambientales generen por igual el valor de la organización.

Este trabajo centra su atención en el análisis de los nuevos Valores Negociables Sociales, Verdes y Sustentables, con el fin de diseñar un marco contable adecuado que brinde información financiera y no financiera. El objetivo del mismo es reforzar la credibilidad de los inversores sobre la etiqueta del bono y dar así cumplimiento a la regulación de la Comisión Nacional de Valores que exige al emisor la presentación de Informes Periódicos, generando con estas nuevas incumbencias importantes expectativas desde la profesión contable.

Palabras clave: desarrollo sostenible; información financiera; información no financiera; Valores Negociables SVS.

* Especialista en Contabilidad Superior, Control y Auditoría. Asistente de Docencia, Departamento de Ciencias de la Administración, Universidad Nacional del Sur. Correo electrónico: rosana.garcia@uns.edu.ar.

** Especialista en Contabilidad Superior, Control y Auditoría. Profesora Asociada, Departamento de Ciencias de la Administración, Universidad Nacional del Sur. Correo electrónico: analia.goenaga@uns.edu.ar.

1. INTRODUCCIÓN

El deterioro del ambiente y la escasez de los recursos disponibles para satisfacer las necesidades de consumo a nivel mundial fue motivo de debate y tratamiento en la Conferencia de la Naciones Unidas sobre Medio Ambiente y Desarrollo, conocida como Cumbre de Estocolmo, celebrada en la capital sueca en 1972. Allí se plantearon las bases de la conciencia ambiental y el sustancial cambio cultural asociado al desarrollo económico, dando lugar a lo que se denomina “desarrollo sostenible”. Este término fue acuñado, por primera vez, en el informe denominado “Nuestro Futuro Común” presentado por la Comisión Mundial sobre Medio Ambiente y Desarrollo, bajo la presidencia de la Dra. Gro Harlem Brundtland (Noruega) en el año 1987. En dicho informe se advertía sobre la necesidad de planificar el desarrollo humano, en armonía con el cuidado de los recursos naturales y el riesgo de comprometer el crecimiento económico de las futuras generaciones si no se tomaban medidas al respecto.

A partir de entonces se han desarrollado innumerables programas e iniciativas de diferente alcance y envergadura para intentar mitigar el deterioro ambiental, así como también se incentivó el dictado de normas de protección del medio ambiente, en vistas a lograr un crecimiento económico global y sostenible a largo plazo.

En el mismo sentido, se verifica el cambio del modelo económico o de “paradigma” desde el punto de vista de los objetivos de las empresas y sus inversores, pasando de la maximización de beneficios como motivación exclusiva, a la generación de “valor” incluyendo el valor económico, social y ambiental de las organizaciones. Se incorporan diferentes grupos de interés o *stakeholders*, a quienes las instituciones dirigen sus estrategias de negocio buscando satisfacer sus necesidades y lograr una eficiente gestión de los recursos. Además de los accionistas, a quien históricamente se los consideraba como únicos destinatarios de los resultados de la gestión empresarial, los grupos de interés incluyen a los consumidores, al personal propio, al Estado, a los proveedores y por supuesto, a los inversores. Preocupados por la prosperidad de sus inversiones a largo plazo, los inversores comenzaron a considerar la forma en que las compañías gestionaban otros aspectos, distintos al estrictamente económico, y cómo contribuían positivamente a la sociedad. Así, actualmente los inversores se informan detalladamente sobre los proyectos en los que confiarán sus intereses económicos, valorando especialmente aquellos que incluyan externalidades positivas sobre el medioambiente y la sociedad. Debido a esto, el sector financiero tuvo que afrontar estas nuevas demandas ofreciendo un modelo de inversión en el que los aspectos económicos, sociales y ambien-

tales generen por igual el valor de la organización. En este modelo se incluye la denominada Inversión Socialmente Responsable (ISR) que incorpora cuestiones sociales, ambientales y de gobierno corporativo (criterios ASG), además de las cuestiones estrictamente financieras en las decisiones de inversión. La intención es invertir de un modo socialmente responsable sin dejar de obtener rendimientos económicos. Estos fondos habitualmente excluyen de sus carteras a determinados sectores que no cumplen con criterios de Responsabilidad Social (por ejemplo, tabaco o armamentos) u otros criterios de exclusión, por caso compañías que no adhieran al Pacto Global de Naciones Unidas. Además, incluyen en sus activos a aquellas corporaciones que tengan una adecuada planificación en materia de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero o apliquen políticas de transparencia y ética con buenos cimientos de gobierno corporativo. De esta forma, garantizan el rendimiento a mediano plazo minimizando el riesgo de litigios o de reputación.

Entre los productos financieros con calificación ISR, se encuentran los “Fondos de Inversión de Responsabilidad Social”, que dirigen sus ganancias hacia empresas que administran programas con impacto social, y los denominados “Bonos Verdes”, que se constituyen en una alternativa de financiación sostenible aplicada a planes de implementación de tecnologías que mitiguen los efectos del cambio climático.

La comunidad financiera internacional ha manifestado un creciente interés hacia este tipo de inversiones, incentivados desde sus inicios por bancos multilaterales de desarrollo como el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) o la Corporación Financiera Internacional.

Con el fin de contribuir a la generación de las condiciones para que estos instrumentos puedan desarrollarse eficientemente en nuestro país, la Comisión Nacional de Valores publicó en marzo de 2019 la Resolución General sobre “Lineamientos para la emisión de Valores Negociables Sociales, Verdes y Sustentables”, basada en los Principios de los Bonos Verdes (GBP) emitidos por la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA) en junio de 2018. Este trabajo centra su atención en el análisis de estos nuevos Valores Negociables Sociales, Verdes y Sustentables, con el fin de diseñar un marco contable adecuado tanto dentro de la información financiera como de la no financiera, para reforzar la credibilidad de los inversores sobre la etiqueta del bono.

Para cumplir dicho objetivo, en primer lugar, se estudian las características distintivas de estas inversiones temáticas, para luego indagar sobre los principios

y distintos estándares e indicadores elaborados por organismos internacionales, a fin de garantizar a los inversores la confianza y transparencia en el uso de los recursos para los fines deseados.

Tras ello, se analizan las regulaciones del mercado de Bonos SVS en Argentina, para finalizar con el reconocimiento contable de este nuevo modelo de inversión, tanto desde un punto de vista de la información financiera como de la no financiera.

2. VALORES NEGOCIABLES SOCIALES, VERDES Y SUSTENTABLES

2.1. CARACTERÍSTICAS Y DESARROLLO

Como señalamos previamente, se pretende que este tipo de inversiones no solo cubra las expectativas económicas del inversor, sino que además contemple los valores éticos de la organización. Se puede agregar que, entre los productos financieros considerados Inversiones Socialmente Responsables (ISR), se encuentran los “Fondos de Inversión de Responsabilidad Social”, que dirigen sus ganancias hacia empresas que administran programas con impacto social, así como también los denominados “Bonos Verdes”, de amplio desarrollo en el mercado en este milenio.

Se denominan Bonos Verdes a los instrumentos financieros alineados con el medioambiente, es decir, aquellos cuya finalidad sea financiar proyectos de nuevas tecnologías que mitiguen los efectos del cambio climático, tales como proyectos de energías renovables, tratamiento de desechos, transporte limpio, etc.

Las empresas, los bancos y el Estado suelen financiarse mediante la emisión de Bonos de Deuda u Obligaciones Negociables como herramienta para obtener los fondos necesarios que les permitan desarrollar planes de mediano y largo plazo. Los inversionistas se constituyen en acreedores de la entidad emisora, cobran un interés pactado y recuperan la inversión en el plazo estipulado por contrato.

En el año 2007 el Banco Europeo de Inversiones (BEI) emitió un bono que tenía por objetivo concientizar sobre el cambio climático (*Climate Awareness Bond*), financiando energía renovable y la eficiencia energética. Se lo reconoce como el primer Bono Verde a nivel global. El Banco Mundial (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento) emitió el primer bono etiquetado como verde en el año 2008, actuando de intermediario entre inversores sustentables y proyectos

medioambientales en desarrollo, exteriorizando a través de un informe de emisión, que:

El fundamento para este primer bono verde incluía tres aspectos. En primer lugar, respondió a una demanda específica de los fondos de pensiones escandinavos que pretendían respaldar proyectos orientados a las cuestiones climáticas mediante un producto simple de renta fija. En segundo lugar, respaldó la estrategia del Banco Mundial de introducir innovación en el financiamiento de iniciativas relacionadas con el cambio climático. En tercer lugar, al concentrarse en proyectos de mitigación y adaptación respecto del cambio climático, los bonos verdes del Banco Mundial ayudaron a generar conciencia entre los inversionistas y la comunidad financiera acerca de las medidas que pueden tomar los países en desarrollo en relación con el cambio climático y cómo pueden prepararse para sus consecuencias (Grupo Banco Mundial, 2008).

Pero fue después de la Cumbre de París celebrada en 2015 que este tipo de instrumento ha tenido su mayor desarrollo. En dicho acuerdo los países firmantes se comprometieron a mantener el calentamiento global por debajo de los dos grados y minimizar las emisiones de gases de efecto invernadero. Las inversiones necesarias para el logro de tales fines se presentaban como objetivos útiles para la emisión de Bonos Verdes.

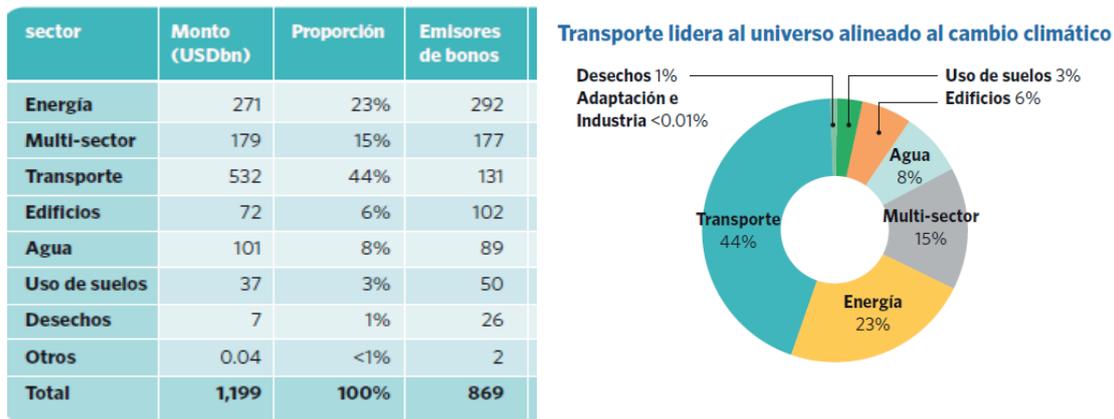
De acuerdo con la investigación desarrollada en 2018 por *Climate Bonds Initiative* (CBI), organización internacional sin fines de lucro centrada en los inversores en pos de soluciones al cambio climático, se reconocieron 869 emisores de bonos alineados con el cambio climático, en las siguientes categorías:

- Emisores totalmente alineados: aquellos que destinan más del 95% de sus ingresos a los negocios “verdes”
- Emisores fuertemente alineados: los que destinan entre el 75% y el 95% de los ingresos a ese fin.
- Bonos Verdes Etiquetados: Los que cumplen con calificación de los estándares de *Climate Bonds Initiative*.

El sector Transporte lidera el mercado de Bonos alineados con el cambio climático con el 44% del total de emisores, seguido por el sector Energía con 23% y el sector Gestión del agua que representa el 8% .

Se estima para el año 2020 finalizar con una emisión alineada con las definiciones de CBI, de 350 mil millones de dólares, habiendo logrado en el mes de septiembre el volumen mensual más alto de negociaciones desde que se abrió el mercado, con 32.200 millones de dólares.

Figura 1. Mercado de bonos alineados al cambio climático.



Fuente: Climate Bond Initiative.

2.2. PRINCIPIOS, ÍNDICES Y ESTÁNDARES

El inversor de este tipo de bonos pretende obtener retornos asimilables a los de las estrategias tradicionales, pero a sabiendas de que esos fondos serán aplicados en beneficio de la sociedad y el planeta. A fin de garantizar a los inversores la confianza y transparencia en el uso de los recursos para los fines deseados, se ha generado la necesidad de estandarizar algunos aspectos. Se trata de responder a los siguientes cuestionamientos:

- ¿Cómo pueden los inversores sustentables asegurarse de que sus activos serán destinados a proyectos que cumplen con el objetivo ecológico?
- ¿Cómo habrían de realizar un seguimiento y control de su evolución en el tiempo?
- ¿Hay consenso en cuanto a la categorización de *sustentable* de los proyectos a nivel global o local?

Para que un bono sea calificado como verde, es necesario certificar el destino y posterior utilización de los fondos destinados al plan, cuantificar su real impacto en el ambiente y auditar el proyecto a fin de verificar que los fondos se aplicaron a destinos sustentables.

Es por ello que la Asociación Internacional de Mercado de Capitales (ICMA) elabora una guía de buenas prácticas, los Principios de Bonos Verdes (GBP por sus siglas en inglés), de adopción voluntaria para los emisores, estableciendo parámetros para evaluar el impacto ambiental de sus proyectos. Promueven la transparencia, exactitud e integridad de la información a presentar por los emisores a sus públicos de interés. Estos principios hacen foco en cuatro aspectos relevantes:

1) Uso de los fondos: es un aspecto esencial que los fondos que se obtengan de la colocación de estos bonos sea aplicada a proyectos que generen beneficios ambientales, debiendo constar en la documentación legal del mismo. En la medida que dichos beneficios puedan ser cuantificados, se ofrece mayor transparencia y seguridad jurídica a los inversores. Dentro de las categorías de proyectos que cumplan esta finalidad, los GBP reconocen las siguientes:

- Energías renovables (solar, eólica, etc.).
- Eficiencia energética (edificios inteligentes, almacenamiento de energía, calefacción urbana, etc.).
- Prevención de la contaminación (incluye reducción de emisión de gases de efecto invernadero, descontaminación de los suelos, reducción y reciclaje de residuos, transformación de residuos a energía).
- Gestión sostenible de los recursos naturales y uso de la tierra (incluye agricultura y ganadería sostenible, actividad forestal sostenible, forestación y reforestación, conservación de paisajes naturales).
- Conservación de la biodiversidad terrestre y acuática.
- Transporte limpio (incluye transporte eléctrico, híbrido, no motorizado, ferroviario).
- Gestión sostenible del agua y aguas residuales (incluye infraestructura sostenible para el agua potable y limpia, tratamiento de aguas residuales, sistemas de drenaje urbano, otras formas de mitigación de inundaciones).
- Adaptación al cambio climático (incluye sistemas de apoyo como observación del clima y sistemas de alerta temprana).
- Productos adaptados a la economía circular (o ecológica), tecnologías y procesos de producción.
- Edificios ecológicos que cumplan con las normas o certificaciones reconocidas a nivel nacional, regional o internacional.

2) Proceso de evaluación y selección de proyectos: el emisor del bono debe informar a los inversores del proceso por el cual determina cómo un proyecto se ajusta a las categorías definidas más arriba. Deberá aclarar cuáles son los ob-

jetivos de sostenibilidad y los criterios de elegibilidad y/o exclusión, y cualquier otro proceso vinculado a identificar y gestionar riesgos ambientales y sociales asociados a los proyectos.

3) Gestión de fondos: a fin de garantizar la transparencia, se recomienda que los fondos provenientes de estos instrumentos se asignen a cuentas específicas, de modo que durante la vida útil del bono el balance de los fondos netos obtenidos coincida con las asignaciones a los Proyectos Verdes elegibles realizadas en el período, y además informar sobre los fondos netos no asignados. En este aspecto, GBP recomienda algún tipo de verificación o auditoría externa de la gestión.

4) Publicación de informes: Los emisores deben informar sobre el uso de fondos mediante publicaciones para los inversores, los cuales deben estar a disposición en todo momento, renovándose anualmente hasta su total asignación. Este informe debe incluir una lista de proyectos a los que se han asignado los fondos del Bono Verde, una breve descripción del proyecto, las sumas asignadas y el impacto esperado. A este fin, se recomienda la utilización de indicadores de rendimiento, ya sea de tipo cualitativo o cuantitativo cuando sea posible.

Adicionalmente, ICMA recomienda utilizar un evaluador externo que garantice la alineación del bono con los cuatro componentes enumerados. Existen distintos tipos y niveles de evaluación, resumiéndose en los siguientes:

- Dictamen independiente (segunda opinión): es un informe elaborado por un especialista en temas ambientales independiente (consultoría). Implica por lo general una evaluación de la alineación del bono con los GBP.
- Verificación: también es llevada a cabo por un tercero independiente, quien controlará el cumplimiento de un conjunto de criterios, normas internas o externas y declaraciones realizadas por el emisor.
- Certificación: es realizada por terceros acreditados, quienes verifican el cumplimiento de estándares externos predefinidos.
- Rating o Puntuación: realizada por Agencias calificadoras de crédito (*Moody's*, SyP, DBRS, etc.), quienes evaluarán la posición del bono en relación con los parámetros de puntuación establecidos.

En igual línea, *Climate Bonds Initiative* (CBI), ONG internacional creada en 2009 para promover el mercado de Bonos Verdes a fin de dar soluciones a la problemática de cambio climático, ha desarrollado un Estándar y un Esquema de Cer-

tificación (esquema CBSC) con el objetivo de reducir los costos de financiación de proyectos medioambientales.

El Estándar de Bonos Climáticos (CBS) se basa en ciertos criterios de evaluación predefinidos (taxonomía) para identificar la alineación del bono con el Acuerdo de París en cuanto a la reducción de emisiones de CO₂, así como para determinar si los activos o proyectos subyacentes son elegibles. Adopta un sistema de semáforos para indicar si los activos y proyectos identificados se consideran compatibles automáticamente con una trayectoria de descarbonización de dos grados (luz verde), potencialmente compatible (luz naranja) o incompatible (luz roja).

La Certificación puede ser previa a la emisión del bono, es decir, antes de su lanzamiento al mercado o posteriormente dentro del año de su emisión. Se debe solicitar la verificación de un tercero independiente cuyo informe será presentado a la Junta de Bonos Climáticos que confirmará la certificación del bono y dará derecho a uso de la marca de certificación.

En consonancia con los anteriores organismos, el SyP Dow Jones Índices lanzó en 2017 el Índice Selecto de Bonos Verdes (*SyP Green Bond Select Index*), que representa el segmento más líquido y negociable de bonos verdes a nivel global. Según la metodología del *SyP Green Bond Select*, para que un bono sea elegible a la inclusión en su índice, el emisor debe indicar claramente la etiqueta verde del bono y cómo es el uso previsto para los recursos obtenidos. La divulgación debe ser hecha en fuentes creíbles y relacionadas con la compañía y pueden incluir la página web, documentos públicos del emisor, su reporte de sustentabilidad, segundas opiniones independientes y los avisos legales correspondientes. Mediante la ponderación por valor de mercado, el *SyP Green Bond Select Index*, busca medir el desempeño de bonos denominados verdes, que son utilizados para financiar proyectos ecológicamente responsables. Únicamente los bonos verdes que cumplan con una estricta serie de requisitos, tales como recibir la denominación de “verde” por parte de la organización *Climate Bonds Initiative* (CBI), presentar una calificación de deuda acorde a su calidad crediticia y un valor nominal mínimo, serán elegibles para formar parte del índice.

Por su parte, CICERO (Center of International Climate Research) es un instituto de investigación climática con sede en Noruega y proveedor líder mundial de segundas opiniones sobre marcos de bonos verdes. Ha desarrollado un índice denominado “*Shades of Green*” -tonos de verde- brindando información transparente sobre qué tan bien se alinea un enlace verde con un futuro resiliente, bajo

en carbono. Sus segundas opiniones se clasifican en verde claro, verde medio y verde oscuro según el impacto medioambiental de sus proyectos.

La *Association of Southeast Asian Nations* (ASEAN) tiene su estándar denominado *Asean Green Bonds Standards* (ASEAN GBS) desde el año 2017. Estos estándares se basan en los de la ICMA descriptos arriba, pero añaden algunos criterios como: emisores elegibles (de la región); proyectos no elegibles (generación de potencia con combustibles fósiles); acceso continuo a la información sobre el uso de los recursos; mayor frecuencia en el reporte; y revisión externa (voluntaria, pero por entes demostradamente calificados). Son de cumplimiento obligatorio para los emisores del sudeste asiático.

En otro orden, la Comisión Europea cuenta desde 2018 con un grupo de expertos técnicos en finanzas sostenibles (TEG) para ayudar en el desarrollo de un sistema de clasificación llamado taxonomía de la UE, para determinar si una actividad económica es ambientalmente sostenible. También se propone crear un Estándar de Bonos Verdes de la UE, metodologías para los puntos de referencia climáticos de la UE y orientación para mejorar la divulgación de la información corporativa relacionada con el clima. El objetivo del Estándar de Bonos Verdes (EU-GBS) es facilitar el desarrollo del mercado de bonos verdes, al aumentar la forma en que las actividades económicas se pueden combinar con los impactos ambientales positivos de manera creíble y medible. Está basado en los Principios de Bonos Verdes (GBP) de ICMA.

Conforme a este análisis, se puede verificar que a nivel internacional existe una amplia gama de estándares e índices, aunque no hay una regulación uniforme, como sucede con los modelos de presentación de la información socioambiental, habilitando la coexistencia de variados marcos internacionales y algunas adaptaciones locales, pero sin la uniformidad que se podría pretender para garantizar el cumplimiento de las metas de los inversores “temáticos”.

2.3. EL MERCADO DE BONOS VERDES EN ARGENTINA Y SUS REGULACIONES

En Argentina, luego de la ratificación del Acuerdo de París en 2016, se han desarrollado una serie de programas específicos, así como también fue dictado un nuevo marco legal para energías renovables. En 2017 se lanzó el programa RenovAR para la licitación de energías renovables con el fin de lograr que para

el año 2025 el 20% de la electricidad provenga de fuentes renovables. Esto ha generado un creciente interés por parte de los inversores internacionales en financiar proyectos sustentables en nuestro país.

Los primeros Bonos Verdes de Argentina fueron emitidos en 2017 por las provincias de La Rioja y Jujuy. La primera utilizó los fondos para desarrollar el parque eólico "Arauco" con la finalidad de aumentar la capacidad de producción energética en 300 MW. La provincia de Jujuy, por su parte, destinó los fondos para financiar el complejo "Cauchari", la planta solar más grande de Latinoamérica. El proyecto logró el apoyo de inversores de distintos países y obtuvo una certificación de alineamiento con los GBP de consultora internacional.

En 2018, el Banco Galicia se constituyó en la primera institución del sector privado que emite Bonos verdes en nuestro país, con la finalidad de aplicar los fondos a otorgar créditos que financien proyectos de eficiencia medioambiental. El bono se emitió a un plazo de siete años y fue suscripto en su totalidad por la Corporación Financiera Internacional, dependiente del Banco Mundial.

Debido al interés manifestado por los inversores en estos instrumentos, la Comisión Nacional de Valores (CNV), que es el organismo regulador del Mercado de Capitales Argentino, publicó a modo de guía los *Lineamientos para la emisión de Valores Negociables, Sociales, Verdes y Sustentables (SVS)*, a través de la Resolución General 788-2019. Fueron preparadas con asistencia de la UNEP (Naciones Unidas) y la Iniciativa de Bonos Climáticos (CBI). La resolución establece que

[l]os Valores Negociables SVS son estructurados de manera similar a cualquier valor negociable tradicional. La diferencia radica en el uso que se le dará al financiamiento obtenido, el cual debe ser exclusivamente asignado a actividades o proyectos que califiquen como sociales, verdes o sustentables, lo que deberá encontrarse detallado en el respectivo prospecto de emisión (Comisión Nacional de Valores. RG 788-19, p. 4).

Los lineamientos de la CNV adoptan las definiciones del Comité Ejecutivo de ICMA, a saber:

- **Bonos Verdes:** son definidos como cualquier tipo de bono cuyos recursos sean exclusivamente destinados para financiar, o refinanciar, ya sea en parte o totalmente, proyectos nuevos o existentes que puedan ser elegi-

dos como “proyectos verdes”. Los fondos de la emisión se destinan exclusivamente a financiar actividades con beneficios ambientales, pudiendo incluir activos intangibles. Estos instrumentos 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.

- **Bonos Sociales:** son definidos como bonos cuyos recursos serán exclusivamente utilizados para financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad, proyectos sociales elegibles. Los proyectos sociales tienen como objeto abordar o mitigar un determinado problema social y/o conseguir resultados sociales positivos, especialmente para un determinado grupo de la población.
- **Bonos Sustentables:** son aquellos que financian una combinación de proyectos ambientales y sociales.

La resolución describe cuáles son los beneficios de emitir Valores Negociables SVS, tanto para los emisores como para los inversores:

Tabla 2. Beneficios de la emisión de Valores Negociables con fines ambientales.

Beneficios para los inversores	Beneficios para los emisores
<ul style="list-style-type: none"> • Obtener retornos financieros comparables con los del track convencional, con la adición de beneficios ambientales y/o sociales. • Contribuir en la adaptación climática nacional, seguridad alimentaria, salud pública, abastecimiento energético, entre otros. • Satisfacer los requisitos Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG o ESG de sus mandatos de inversión sostenible). • Permitir la inversión directa para realizar <i>greenings</i> en los llamados <i>brown sectors</i>, y actividades de impacto social. • Aumentar la transparencia y la rendición de cuentas sobre el uso y la gestión de ingresos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Proporcionar una fuente adicional de financiamiento sustentable. • Mayor sincronización de la durabilidad de los instrumentos con la vida del proyecto. • Mejorar la diversificación de los inversores, capturando nuevas oportunidades de negocio al aprovechar la creciente demanda de desarrollo sostenible, y atraer capital de largo plazo. Mejorar su reputación. • Atraer la fuerte demanda de los inversores, lo que puede llevar a una alta suscripción y beneficios de fijación de precios. • Para el caso de los proyectos de energías renovables, habilita la posibilidad de obtener beneficios impositivos de acuerdo a la Ley N° 26190.

Fuente: Resolución General n° 788/ 2019, CNV.

Estos lineamientos fijan las pautas que deben cumplir los emisores de Valores Negociables SVS, además de los requisitos de cualquier otro instrumento financiero en función de la regulación vigente. Entre ellas se dispone:

- **Elección de proyectos:** el emisor debe definir los proyectos que financiarán con el título a emitir, detallando además en el prospecto de emisión los impactos estimados, en la medida que puedan ser cuantificados. También deberán incluir una declaración de objetivos ambientales y/o sociales del proyecto, y los criterios de elegibilidad o exclusión utilizados para identificar los riesgos asociados al mismo.
- **Administración de fondos:** Se establece que el emisor debe implementar un procedimiento contable que permita realizar un seguimiento de los fondos obtenidos y su asignación a proyectos hasta su total utilización, pudiendo identificar los fondos aun no asignados. Los fondos que no se hubieran invertido pueden ser asignados temporalmente en otros instrumentos financieros, lo que deberá ser informado a los inversores. De esta forma, se garantizaría la transparencia en la gestión de los recursos a través de la rendición de cuentas periódica. Para esta recomendación de las guías sería muy útil la implementación de un plan de cuentas lo suficientemente flexible y adaptable como para generar imputaciones específicas por cada proyecto a través de cuentas contables individualizadas.
- **Revisión externa:** Se sugiere la revisión de un tercero independiente a fin de brindar credibilidad y garantizar la etiqueta verde, social o sustentable. Dicha revisión y las acreditaciones de la entidad revisora deben ser puestas a disposición de los inversores en la página web del emisor. Adicionalmente, en lo posible, la revisión debe incluir los beneficios cuantificables del uso de los fondos respectivos.
- **Cumplimiento y Monitoreo:** Los entes reguladores serán quienes controlen el cumplimiento de los requisitos de las guías por parte de los emisores. Especialmente podrán retirar la etiqueta temática si no se cumple con el criterio de uso de los fondos, la presentación de informes o cualquier otra normativa específica vinculada a los instrumentos SVS. También controlarán la presentación de las revisiones externas, cuando sea exigible.
- **Reportes:** El emisor deberá informar con una periodicidad anual sobre el uso de fondos durante la vigencia del bono, así como también sobre los fondos sin asignar. Dicho reporte debe ser de fácil acceso para el público inversor y el resto de los grupos de interés. Esto debe cumplirse hasta la asignación total de los fondos y aun después a través del reporte de

impacto. Se recomienda que el reporte tenga verificación externa con opinión. El mismo debe incluir:

- a. Una breve descripción de los proyectos y los montos desembolsados, incluyendo, cuando sea posible, el porcentaje de los ingresos que se han asignado a diferentes sectores elegibles y tipos de proyectos, y a la financiación y refinanciación. Además, el impacto esperado de los proyectos y activos.
- b. Indicadores de desempeño cualitativos y, cuando sea factible, medidas cuantitativas de desempeño del impacto de los proyectos. Por ejemplo, capacidad energética, generación de electricidad, emisiones de gases de efecto invernadero reducidas/evitadas, número de personas a las que se provee acceso a electricidad limpia, disminución del consumo de agua, reducción del número de automóviles requeridos, etc.
- c. La divulgación de la metodología y los supuestos subyacentes utilizados para preparar los indicadores de rendimiento y las métricas.

2.3.1. PANEL VERDE EN ARGENTINA: BYMA

Con los cambios introducidos por la nueva ley de Mercado de Capitales sancionada en 2018, aparece BYMA (Bolsas y Mercados Argentinos), que es la nueva bolsa de valores argentina, entidad surgida de la escisión de Merval (Mercado de Valores de Buenos Aires SA). Esta entidad ha lanzado un segmento o panel específico para bonos “temáticos” y ha elaborado una guía y un reglamento para la emisión de Bonos Sociales, Verdes y Sustentables (SVS), en línea con la Resolución General 788/2019 de la Comisión Nacional de Valores.

La iniciativa busca otorgar al mercado una nueva forma de financiamiento que conceda a emisores, inversionistas y *stakeholders* en general la posibilidad de formar parte del objetivo planteado por el Protocolo de Kioto y el Acuerdo de París de mitigar los efectos del calentamiento global, así como también promover una mayor responsabilidad ambiental y social, tal como lo disponen los principios del Pacto Global de la Naciones Unidas.

El primer bono que se incorporó al panel fue el de la firma Plaza Logística SRL. Este bono fue emitido en 2017 con vencimiento a diciembre de 2020 y re-etiquetado como “verde” en 2019 luego de un proceso de evaluación realizado por la agencia especializada en temas medioambientales Vigeo-Eiris. El destino de los fondos fue la construcción de Naves Logísticas Triple “A” con altos estándares de sustentabilidad, contribuyendo así al medio ambiente y a los Objetivos de

Desarrollo Sustentables (ODS).

Tabla 3. Composición del Panel Verde de BYMA

Emisor Especie	Tipo de bono	Categoría del proyecto	Monto	Plazo Tasa	Pre-Emisión	Post-Emisión
Co-emisoras ON CP MANQUE S.A.U. Y CP LOS OLIVOS S.A.U. Especie (OCM10)	Verde	Construcción de Parques Eólicos	USD 35.160.000	3 años 0.00%	-Rating/ Puntuación	
Co-emisoras ON CP MANQUE S.A.U. Y CP LOS OLIVOS S.A.U. Especie (OCM20)	Verde	Construcción de Parques Eólicos	ARS 1.109.925.000	1 año 0.97%	-Rating/ Puntuación	
Plaza Logística SRL Especie (PZC10)	Verde	Construcciones Verdes	USD 27.062.528	3 años 6.25%	-Adenda -Segunda Opinión	-Informe

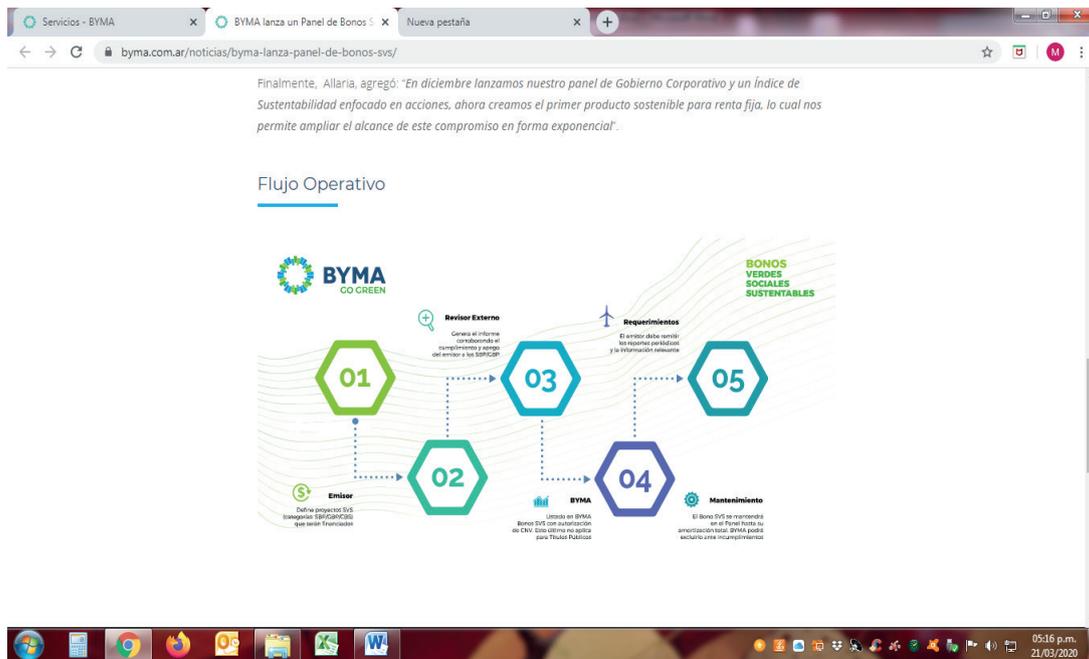
Fuente: BYMA.

El proceso para listar los Valores Negociables SVS es el mismo que se lleva a cabo para las emisiones de Obligaciones Negociables, Fondos Comunes de Inversión y Fideicomisos Financieros tradicionales. En consecuencia, los requisitos para la oferta pública son los que se encuentran vigentes para dichos Valores Negociables en las Normas de la CNV (N.T. 2013 y mod.) y en el reglamento de BYMA. Adicionalmente, para listar en el Panel de Bonos SVS en BYMA, el emisor deberá:

- Incluir, en la nota de solicitud de listado, la mención expresa para la inscripción a dicho panel. A fin de proceder con el listado en el Panel de Bonos SVS, los mismos deberán ser colocados a través del sistema desarrollado por BYMA.
- Incorporar en el Prospecto de Emisión el contenido requerido que demuestre que el compromiso del emisor sea consistente con su perfil de responsabilidad ambiental y/o social.
- Remitir el Informe del revisor externo sobre el carácter SVS de los proyectos elegibles.

Por otra parte, se anima al emisor a remitir un resumen en idioma español e inglés, no mayor a 2000 caracteres, de los proyectos que serán financiados y/o refinanciados con la emisión del bono con el fin de incorporar dicha información en la página web de BYMA y otorgarle mayor difusión a la emisión.

Figura 4. Proceso de emisión e incorporación del Bono SVS al panel de BYMA



Fuente: BYMA.

La negociación del presente instrumento se realizará en los sistemas de negociación existentes para los respectivos valores negociables. BYMA otorgará visibilidad en su sitio web donde se publicarán tanto la información relacionada a la emisión del bono, como las categorías de los proyectos que serán financiados a través del mismo y también el reporte realizado por el revisor externo de forma previa a la emisión, así como todos los reportes posteriores a la emisión. El Reglamento para el listado de ON y Títulos Públicos y su incorporación al panel de Bonos SVS de BYMA incluye en su Título III la obligación por parte del emisor de presentar Informes Periódicos en forma anual y hasta la completa asignación de Fondos al Proyecto. Dicho informe deberá presentarse dentro de los setenta días corridos desde el cierre de ejercicio o con la memoria anual correspondiente, lo que sea anterior. Se prevén sanciones para los emisores que incumplan esta norma.

2.4. LA INFORMACIÓN CONTABLE VINCULADA A LOS VALORES NEGOCIABLES SVS

Como ya se señaló en párrafos anteriores, ante la necesidad de cumplir con los requisitos de información de la CNV para el caso de emisores de Valores Negociables SVS, es recomendable contar con un plan de cuentas que habilite la imputación a cuentas específicas de cada proyecto y que permitan realizar informes de forma ágil y eficiente.

Recordemos que la norma de la Comisión Nacional de Valores exige que

a los efectos de asegurar que los recursos provenientes de este tipo de emisiones sean utilizados de acuerdo a los principios convenidos al momento de su emisión, estos activos deben ser asignados a cuentas específicas u otros mecanismos confiables que garanticen la trazabilidad y transparencia en el uso de los fondos (Comisión Nacional de Valores. RG 788-19, p. 14).

Esto es una oportunidad para la Contabilidad Financiera como sistema de información, la que debería adaptar el plan de cuentas del ente emisor para realizar las registraciones según las disposiciones vigentes. A modo de ejemplo, presentamos a continuación las registraciones contables y las posibles cuentas a crear en el Plan de Cuentas adecuado a las citadas exigencias:

1. Por la emisión de Bonos SVS:

A+ Banco xx Cta Cte Fondos SVS Proyecto A
P+ Bonos y O.N SVS a amortizar

2. Por la inversión en activos fijos vinculados al proyecto:

A+ Bienes de Uso SVS Proyecto A
A- Banco xx Cta Cte Fondos SVS Proyecto A

3. Por el pago de erogaciones no activables vinculadas al Proyecto

R+ Gastos Proyecto A
Banco xx Cta Cte Fondos SVS Proyecto A

4. Por el pago del cupón de intereses pactado a los inversores del Bono SVS

R+ Intereses Cedidos por bonos SVS
Banco YY Cta Cte

5. Por las inversiones transitorias de fondos no asignados del proyecto

A+ Inversiones transitorias de Fondos SVS

Banco xx Cta Cte Fondos SVS Proyecto A

6. Por los rendimientos de las inversiones transitorias u otros ingresos vinculados al proyecto:

A+ Banco YY Cta Cte

R+ Ingresos Proyecto SVS

Dada la obligación por parte del ente emisor de presentar Informes Periódicos en forma anual y hasta la completa asignación de Fondos al Proyecto, sería deseable que se incluyera información en las Notas a los Estados Contables sobre las asignaciones realizadas hasta el momento en cada uno de los proyectos, los montos remanentes y, en su caso, las inversiones temporales de los recursos no asignados a dicha fecha. Esto permitiría una correcta interpretación de la normativa regulatoria y del significado de los saldos de estas nuevas cuentas. El contenido de dicha nota debería ser similar al que se presenta en la Tabla 5 resumiendo la información cuantitativa requerida por la normativa al cierre de cada período y hasta la finalización del plazo de vencimiento del bono respectivo.

Tabla 5. Modelo de nota a incluir en los estados contables.

Nota xx										
Asignación de Fondos del Bono SVS a Proyectos en función de lo requerido por la C.N.V.										
Bono Di. 2019.	Activos Asignados				Inversiones Transitorias				Remanente	
	Proyecto				Monto Invertido	Instrumento	Rendimiento			
Código CNV: 123456	Argentina 1	Argentina 2								
Miles de \$	S	-	S	-	S	-	S	-	S	-

Fuente: elaboración propia.

Además, la CNV requiere que se brinde información cualitativa o no monetaria sobre el impacto esperado de los proyectos mediante el uso de indicadores como capacidad energética, generación de electricidad, emisiones de gases de efecto invernadero reducidas/evitadas, número de personas a las que se provee acceso a electricidad limpia, disminución del consumo de agua, reducción del número de automóviles requeridos, etc. Dicha información no financiera habitualmente es comunicada a través Memorias de Sustentabilidad de GRI o Reportes Integrados. Por otra parte, el Grupo de Trabajo de Impacto de los Principios de los Bonos

Verdes (GBP) de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA) ha elaborado guías de aplicación voluntaria para la creación de informes de impacto, centrados fundamentalmente en proyectos vinculados a eficiencia energética, energía renovable, agua y gestión de residuos (Bongianino *et al*, 2019).

A modo ilustrativo se presenta en la Tabla 6 un cuadro que es parte integrante del reporte de uso de Fondos y Beneficios Ambientales de Plaza Logística, la empresa argentina que participa del panel de Bonos Verdes de BYMA. Esta información no está incluida en los estados financieros de la firma, la cual tampoco presenta Reporte de Sustentabilidad ni ningún otro tipo de información no financiera para terceros. Sin embargo, la misma resulta de suma utilidad a la hora de hacer conocer las políticas de sustentabilidad a todos los grupos de interés. La compañía ha vinculado los impactos de estos instrumentos al cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), información que también podría ser parte de un Reporte Integrado que incluya información financiera y no financiera.

5. 5. CONCLUSIONES

El mercado busca otorgar una nueva forma de financiamiento que conceda a emisores, inversionistas y *stakeholders* en general la posibilidad de formar parte del objetivo planteado por el Protocolo de Kioto y el Acuerdo de París de mitigar los efectos del calentamiento global, así como también promover una mayor responsabilidad ambiental y social, tal como lo disponen los principios del Pacto Global de la Naciones Unidas

Existe una tendencia creciente de inversores que requieren colocar sus fondos en valores que generen beneficios sociales y/o ambientales, sobre todo aquellos provenientes de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Asimismo, tanto emitir como invertir en este tipo de instrumentos brindará beneficios reputacionales, con lo cual es esperable que la demanda de este tipo de instrumentos aumente.

La Comisión Nacional de Valores, organismo autárquico dependiente del Ministerio de Hacienda, y que se encarga de la promoción, supervisión y control de los mercados de valores en toda la República Argentina, en función de esta nueva visión, ha emitido regulaciones, siguiendo las existentes a nivel internacional, que orientan la emisión de Valores Negociables Sociales, Verdes y Sustentables. Dada la obligación por parte del ente emisor de presentar Informes Periódicos en

Tabla 6. Extracto del Reporte de Uso de Fondos de Plaza Logística.

CATEGORÍA DE PROYECTOS ELEGIBLES	DEFINICIÓN	CRITERIOS DE ELEGIBILIDAD
Construcciones verdes	<p>Financiamiento de la construcción de seis plazas logísticas en Buenos Aires, Argentina.</p> <p>Los edificios financiados fueron:</p> <p>Plaza Ciudad (CTC)</p> <p>Plaza Mercado</p> <p>Plaza Esteban Echeverría W1</p> <p>Plaza Esteban Echeverría W2</p> <p>Plaza Tortugas W2</p> <p>Plaza Pilar W2</p>	<p>Los seis proyectos financiados cumplen con los estándares EDGE, es decir, cumplen con un mínimo de reducción de: -20%7 en consumo eléctrico (Eficiencia energética),</p> <p>20% consumo de agua</p> <p>20% en energía incorporada por los materiales del edificio.</p>
OBJETIVOS Y BENEFICIOS	BENEFICIOS CUANTIFICADOS	ODS Y METAS
<p>Mitigación del Cambio Climático: <i>Evitar emisiones de GEI</i></p> <p>Eficiencia Energética: <i>Reducir el consumo energético</i></p> <p>Uso Sostenible del Agua: <i>Reducir el consumo del agua</i></p>	<p>Plaza Ciudad (CTC): Eficiencia Energética 38,8%, Consumo Agua 45,4%, Energía incorporada por materiales 60,8%, y 392 tCO2 evitadas por año.</p> <p>Plaza Mercado: Eficiencia Energética 37,7%, Consumo Agua 46,0%, Energía incorporada por materiales 60,8% y 293 tCO2 evitadas por año.</p> <p>Plaza Esteban Echeverría W1 (Nave): Eficiencia Energética 22,0%, Consumo Agua 25,2%, Energía incorporada por materiales 51,2% y 329 tCO2 evitadas por año.</p> <p>Plaza Esteban Echeverría W1 (Vestuario): Eficiencia Energética 38,6%, Consumo Agua 33,3%, Energía incorporada por materiales 23,7% y 11 tCO2 evitadas por año</p> <p>Plaza Esteban Echeverría W1 (Comedor): Eficiencia Energética 30%, Consumo Agua 20,5%, Energía incorporada por materiales 22,6% y 5 tCO2 evitadas por año</p> <p>Plaza Esteban Echeverría W2: Eficiencia Energética 38,9%, Consumo Agua 40,2%, Energía incorporada por materiales 59,8% y 271 tCO2 evitadas por año.</p> <p>Plaza Tortugas W2: Eficiencia Energética 42,1%, Consumo Agua 46,6%, Energía incorporada por materiales 60,3% y 382 tCO2 evitadas por año.</p> <p>Plaza Pilar W2: Eficiencia Energética 35,5%, Consumo Agua 45,5%, Energía incorporada por materiales 60,7%, % y 292 tCO2 evitadas por año.</p>	<p>ODS 7. Energía asequible y no contaminante, Metas 7.1 y 7.3</p> <p>ODS 12. Producción y consumo responsables, Meta 12.2</p> <p>ODS 13. Acción por el clima</p>

Fuente: Reporte de Uso de Fondos y Beneficios ambientales Plaza Logística.

forma anual y hasta la completa asignación de Fondos al Proyecto, sería deseable que la Información Financiera, adecuando sus Planes de Cuentas, permita una correcta interpretación de la normativa regulatoria y del significado de los saldos de esas nuevas cuentas.

Además, la CNV requiere que se brinde información no financiera de naturaleza cualitativa o no monetaria, sobre el impacto esperado de los proyectos mediante el uso de indicadores. Dicha información habitualmente es comunicada a través Memorias de Sustentabilidad de GRI o Reportes Integrados. Por otro lado, el Grupo de Trabajo de Impacto de los Principios de los Bonos Verdes (GBP) de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA) ha elaborado guías de aplicación voluntaria para la creación de informes de impacto, centrados fundamentalmente en proyectos vinculados a eficiencia energética, energía renovable, agua y gestión de residuos. Ello genera importantes expectativas desde la profesión contable, en especial en el segmento de la Contabilidad Social y Ambiental, no solo brindando información no financiera, sino también información financiera que permita reflejar adecuadamente estas operaciones, conforme la reglamentación vigente.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Álvarez, C. (26 de junio de 2020) *Los bonos verdes de BBVA reducen la huella de carbono en más de 724.000 toneladas de CO2 en 2019*. Bilbao: BBVA. Recuperado de: <https://www.bbva.com/es/los-bonos-verdes-de-bbva-reducen-la-huella-de-carbono-en-mas-de-724-000-toneladas-de-co2-en-2019/>.
- Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA). (s/f.). *Bonos Sociales, Verdes y Sustentables*. Recuperado de: <https://www.byma.com.ar/bonos-svs-esp/>.
- Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA). (s/f.). *Guía de Bonos Sociales Verdes y Sustentables en el panel de BYMA*. Recuperado de: https://www.byma.com.ar/wp-content/uploads/dlm_uploads/2019/08/BYMA-GUIA-BONOS-SVS-2020-08.pdf.
- Bongianino, C. et al (2019). La emisión de valores negociables sociales, verdes y sustentables y la información contable. *Anales de las XL Jornadas Universitarias de Contabilidad*, Universidad Maimónides.
- Comisión Nacional de Valores. Resolución General 788/2019 *s/Lineamientos para la Emisión de Valores Negociables, Verdes y Sustentables en Argentina*. Disponible en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/MarcoRegulatorio>.
- Fernandez Hinojosa, J.C. (2018). *Los bonos verdes: el caso de Iberdrola* (Trabajo de fin de grado). Universidad de Sevilla.

- Filkova, M. (septiembre de 2018). *Bonos y cambio climático. Estado del mercado 2018*. Climate Bonds Initiative/ HSBC. Recuperado de: https://www.climate-bonds.net/files/files/cbi_sotm_2018_spanish.pdf.
- Grupo Banco Mundial (2008). *¿Qué son los bonos verdes?* Recuperado de: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/165281468188373879/pdf/99662-REPLACEMENT-FILE-Spanish-Green-Bonds-Box393223B-PUBLIC.pdf>
- ICMA Group. (junio de 2018) *Los Principios de los Bonos Verdes 2018 - Green Bond Principles (GBP)*. Guía de Procedimiento Voluntario para la Emisión de Bonos Verdes, International Capital Market Association. Disponible en: https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Spanish-GBP_2018-06.pdf/.
- MSCI Inc. (16 de diciembre de 2019). *MSCI USD IG ESG Leaders Corporate Bond Index*. Recuperado de: <https://www.msci.com/documents/1296102/16680544/MSCI+USD+IG+ESG+Leaders+Corporate+Bond+Index.pdf/64a-00d1d-31fd-edad-caf4-ee3177028cac?t=1576767399579/>.
- Salvador, D. (1 de abril de 2020). *Banco Galicia apuesta a los bonos verdes y a las finanzas sustentables: ¿en qué consisten y por qué son el futuro del sector?* Buenos Aires: Economía Sustentable. Recuperado de: <https://economiasustentable.com/noticias/banco-galicia-apuesta-a-los-bonos-verdes-y-a-las-finanzas-sustentables-en-que-consisten-y-por-que-son-el-futuro-del-sector/>.

© 2020 por los autores; licencia otorgada a la Revista CEA. Este artículo es de acceso abierto y distribuido bajo los términos y condiciones de una licencia Atribución-No Comercial 4.0 Internacional (CC BY-NC 4.0) de Creative Commons. Para ver una copia de esta licencia, visite <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0>