

Universidad de Buenos Aires

MAESTRÍA EN FINANZAS

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA

Bonos SVS, una oportunidad para el mercado

Autor: Lic. Franco Tornaghi

Director: Dr. Matías Isasa

JUNIO 2021

Agradecimientos

Deseo expresar mis más sinceros agradecimientos al Director de este trabajo de Maestría, el Dr. Matías Isasa, quien siendo Director de la Comisión Nacional de Valores, aceptó dirigir este trabajo con exigencia y un elevado rigor técnico.

También quisiera agradecer a la Cra. Cynthia Sileo Subgerente de fondos y fideicomisos en Banco de Valores S.A. quien fue una guía en cuestiones técnicas y desde su amistad un ejemplo de profesionalismo.

Por último y no menos importante, un agradecimiento a la Dra. Carina Egea titular de Porfolio S.A y al Lic. Sergio Cohen Gerente de Finanzas Corporativas de Plaza Logística quienes accedieron a compartir su experiencia pionera en el mercado de bonos SVS en Argentina.

Resumen

La tendencia de las finanzas verdes es una innovación financiera de la que ninguna compañía o gobierno quiere quedarse fuera. En un año caracterizado por la incertidumbre en todos los ámbitos, la emisión de Bonos Verdes a nivel global siguió superándose a sí mismo alcanzando en 2020 el récord de 269.500 millones de dólares a nivel global. Los Bonos Verdes se han convertido en un deber en cualquier portfolio o fondo de inversión a nivel global. El crecimiento de esta innovación abarca todo tipo de instrumentos, bancos, certificaciones, calificadoras, índices, ETF, y mucho más.

Los Bonos Verdes tienen características muy similares a las de los bonos convencionales, excepto por el destino de los fondos que se destinan a la inversión de proyectos que favorecen al medio ambiente o a la sociedad. Existen, no obstante, algunas diferencias, como la menor liquidez, mayores costos asociados a la verificación de condición de Bonos Verdes, procesos de auditoría post-emisión, etc.

Existen numerosos estudios a nivel global destinados a investigar el comportamiento de precios y rendimientos de este mercado tan novedoso. Diversas teorías sostienen que existe un mercado de inversores dispuesto a sacrificar rentabilidad para poder destinar fondos a proyectos que mitiguen los efectos climáticos.

En Argentina el mercado de Bonos Verdes se denomina SVS por social, verde y sustentable. La CNV actualizó su marco regulatorio en 2019 para dar lugar a esta tendencia global en la plaza local. Durante el último año (2020) en el mercado argentino se emitieron obligaciones negociables por un importe equivalente a 2.629 millones de dólares de los cuales solo 120 millones fueron etiquetados como SVS. Esto representó menos del 5% del total de ON emitidas durante el 2020.

Así planteado el mercado, la pregunta que intentará responder este trabajo es si ¿Existe una demanda particular para bonos SVS en Argentina? Y de ser así ¿Existe un mercado de inversores argentinos dispuestos a sacrificar rentabilidad en pos del beneficio medioambiental y social?

Palabras clave: Bonos Verdes – mercado argentino – finanzas sostenibles argentina.

Índice

INTRODUCCIÓN	1
Planteamiento del tema/problema	2
MARCO TEÓRICO.....	4
La historia de las Finanzas Sostenibles a nivel global.....	4
Instrumentos financieros globales.....	7
¿A qué se denomina Bonos Verdes?	7
¿A qué se denomina bono SVS?	7
Instituciones relevantes en la emisión de instrumentos financieros a nivel global.....	9
El Banco Mundial	12
Índices de Sostenibilidad	14
Dow Jones Sustainability World Index.....	16
DJSI MILA	19
Índice FTSE4Good	20
Climate Bonds Initiative.....	21
Procedimiento de la certificación CBI	22
Beneficios de certificar un bono	24
Costo de una certificación CBI	25
Estado del mercado de emisiones con certificación CBI.....	26
ICMA	27
Los Green Bond Principles	27
Green Bond Principles.....	28
Social Bond Principles	29
Sustainability Bond Guidelines	30
Sustainability-Linked Bond Principles	30
ICMA y el mercado argentino	31
Verificadores.....	32
Sustainalytics	32
Vigeo Eiris	33

SMS San Martín Suarez y Asociados	33
Costo de Verificadores	34
Sobre la oferta de revisores argentinos.....	35
Otros Verificadores	36
Otras innovaciones en el mercado financiero	37
La adaptación de Argentina a la innovación de las finanzas verdes	38
Estándares internacionales reconocidos por la CNV	38
Innovación financiera para un gran un número de instrumentos.....	38
Tipos de bonos en el mercado argentino, Verdes, Sociales y Sustentables	39
Proceso de revisión externa adoptado en Argentina	40
EL MERCADO ACTUAL DE BONOS VERDES A NIVEL GLOBAL.....	41
EL MERCADO ACTUAL DE BONOS VERDES EN ARGENTINA	43
Panel BYMA SVS.....	45
Demanda diferenciada.	46
METODOLOGÍA	48
Desarrollo	50
Sobredemanda.....	50
Obligaciones Negociables SVS	51
Fideicomisos Financieros	59
Conclusiones/reflexiones finales	67
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	69
Anexo 1	73

Introducción

El 11 de diciembre de 1997 se firmó en la ciudad de Kioto el tratado de reducción de gases de efecto invernadero que lleva su nombre (UNFCCC UN Climate Change, 1997). Este tratado, marcó un punto de inflexión en la forma de ver la economía, dando origen a nuevos instrumentos financieros que servirían de vehículo para los cambios necesarios para cumplir con el compromiso generado en dicho acuerdo de reducir en un 5% la emisión de gases invernadero (Lafferriere, 2008).

Esta nueva forma de ver la economía obligó al campo de las Finanzas al igual que muchas otras industrias, a realizar transformaciones en sus procesos y productos. Se comenzó a ver así el origen de las Finanzas Sostenibles o Socialmente Responsables (Lafferriere, 2008).

Según la organización Swiss Sustainable Finance, “las finanzas sostenibles se refieren a cualquier forma de servicio financiero que integre criterios ambientales, sociales y de gobierno (ESG por sus siglas en inglés) en las decisiones comerciales o de inversión para el beneficio duradero de los clientes y la sociedad en general” (Swiss Sustainable Finance, 2020).

El presente trabajo de investigación intentará exponer las diferentes definiciones, categorías, instituciones relacionadas y certificaciones que involucran el campo de las finanzas sostenibles.

Para esto se comenzará con el proceso histórico de las finanzas sostenibles para llegar al instrumento global por excelencia que es el bono verde. Posteriormente se investigará sobre este instrumento en el mercado argentino en donde adquiere el nombre de bonos SVS por Sociales Verdes y Sustentables.

Finalmente, pretenderá analizar la demanda de valores de deuda con etiqueta SVS, intentando revelar si se trata de una demanda diferenciada y de una oportunidad para el mercado.

Planteamiento del tema/problema

La economía clásica como escuela de pensamiento se basa en la idea de que el libre mercado es la forma natural del funcionamiento de la economía y que esta produce progreso y prosperidad (Smith, 1776).

El modelo suponía ciertas condiciones que no se cumplen nunca, como la transparencia del mercado, la libre entrada y salida sin costos de empresas, la homogeneidad del producto y lo más significativo para este trabajo, la ausencia de efectos externos o externalidades (Argadañona, 2020).

Una externalidad es una situación en la que los costos o beneficios de producción y/o consumo de algún bien o servicio no se reflejan en su precio de mercado. En otras palabras, son externalidades aquellas actividades que afectan a otros sin que estos paguen por ellas o sean compensados (Jean-Jacques, 2008).

Las externalidades se dan con frecuencia en actividades relacionadas con el medio ambiente, en casos en los que los derechos de propiedad no están bien definidos (Vázquez Manzanares, 2014).

Un ejemplo clásico es la contaminación del aire o el agua. La contaminación es denominada una externalidad porque impone costos en las personas que son “externas” al productor y consumidor del producto contaminante (Goodstein, 2014). Las soluciones que se suelen aplicar, comprender impuestos y las subvenciones a los damnificados. Los Gobiernos intentan regular este tipo de actividades con externalidades implícitas, ya sea a través de impuestos en caso de externalidades negativas o subvenciones en caso de externalidades positivas. Estos impuestos se conocen como impuestos pigouvianos (Stern, 2007).

Sin embargo, es necesario recordar que lo visto hasta ahora es teoría económica que generalmente no se puede aplicar de manera satisfactoria a la realidad (Mesonada, 2012). En este sentido los organismos internacionales y los inversores privados han reconocido ya la importancia de este desafío y en los últimos años, especialmente desde principios de la

década pasada, se ha incrementado por parte de los inversores internacionales un aumento del interés por la Inversión Socialmente Responsable (SRI por sus siglas en inglés, Socially Responsible Investment) (Alonso, 2019).

Este interés, que inicialmente apareció por la incipiente preocupación en lo referente a cuestiones medioambientales, ha evolucionado hasta convertirse en la actualidad en un concepto más complejo, abarcando no sólo las mencionadas cuestiones medioambientales, sino también enfocándose en lo referente al ámbito social y de gobierno corporativo. Así, se trata de un concepto dinámico y en continua evolución, que lejos de ser novedoso, sí encontró una definición clara en este siglo.

En concreto, la incorporación de criterios económicos, ambientales, sociales, y de buen gobierno corporativo son cada vez más tenidos en cuenta por los inversores a la hora de llevar a cabo la evaluación de las carteras financieras.

Retomando el planteo inicial de las externalidades negativas como un costo no incluido en el precio del producto, las finanzas sostenibles traen un planteo novedoso desde lo teórico, siendo una herramienta financiera que buscará la maximización del beneficio económico, pero incluyendo en su cálculo las externalidades negativas que las finanzas tradicionales obviaban (Ortega Castro, 2008).

Marco teórico

La historia de las Finanzas Sostenibles a nivel global

El origen de las inversiones socialmente responsables se remonta al siglo XIX, cuando movimientos religiosos como los Cuáqueros y los Metodistas expresaron su preocupación por cuestiones como el empleo justo. A principios del siglo XX, la Iglesia Metodista comenzó a invertir en el mercado de valores, pero evitó las empresas involucradas en el alcohol y el juego. (Breve Historia de La Inversión Responsable - Inversores Profesionales - Schroders, 2016)

Se puede decir que el primer fondo que involucró un criterio ético en su matriz de decisiones fue el Pax World Funds, el mismo se creó en los Estados Unidos en 1971 como una postura contra la Guerra de Vietnam. (Pax World Funds, 2019).

El desarrollo sostenible como concepto fue expuesto por primera vez en el Informe Brundtland o también conocido como “Our Common Future”, en este informe se enfrenta y contrasta la postura del desarrollo económico actual junto con el de sostenibilidad ambiental. El mismo reconoce que el avance social se estaba llevando a cabo a un costo medioambiental muy alto. El informe fue elaborado por distintas naciones en 1987 para la ONU, por una comisión encabezada por la doctora Harlem Brundtland, entonces primera ministra de Noruega (Comisión Mundial sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo de Naciones Unidas, 1987).

Posteriormente muchos hitos y regulaciones fueron dando forma a las finanzas sostenibles como las conocemos ahora. Hitos como la cumbre de Rio de Janeiro, el protocolo de Kioto, los principios del PRI, etc (Principles for responsible investment) marcaron el concepto de finanzas sostenibles que se utiliza hoy en día. (Váscones Fernández, María Paula, 2019).

Como se comentaba en el párrafo anterior, actualmente las inversiones responsables encuentran como uno de los principales referentes a los principios definidos por el PRI, Principles for Responsible Investment (PRI por sus siglas en inglés). El PRI es una red

internacional de inversores respaldada por las Naciones Unidas que promueve las finanzas sostenibles y económicamente eficiente. (About the PRI, 2020).

Volviendo al proceso histórico que dio forma a las finanzas sostenibles que se pretende repasar en este apartado, un hito importante fue el ocurrido en Julio 1992, fecha en que se celebró la primera conferencia sobre el Medio Ambiente y Desarrollo en la ciudad de Río de Janeiro. La cumbre recibió el nombre de “Cumbre de la Tierra”, y adoptó dos pilares vinculantes, el denominado Programa 21 y la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (CMNUCC) (Naciones Unidas, 1992)

Sin embargo las medidas tomadas en Rio 1992, no serían medibles y no generarían un compromiso cuantificable de emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) hasta diciembre de 1997, fecha en que se celebraría la cumbre de Kioto. (Cabrera Medaglia, 2003) El protocolo de Kioto fue un punto de inflexión, en lo que a finanzas sostenibles se refiere. Se dice esto debido a que en ese protocolo por primera vez se invitaba a los países a suscribirse al compromiso vinculante y cuantificable de reducir la emisión de gases de efecto invernadero. Esto se describía en el legendario anexo A de dicho protocolo y la medida del mismo era de un 5% de emisiones de gases de efecto invernadero. Teniendo en cuenta esto se considera que el Protocolo de Kioto fue el puntapié inicial para generar una necesidad "obligada" en los estados suscriptores. (UNFCCC UN Climate Change, 1997)

Esta necesidad obligada derivó en cambios en la matriz productiva de los países suscriptores. Este tratado obligó a los estados a demandar nuevas plantas industriales más eficientes, nuevos tipos de productos, nuevas formas de consumir, nuevas formas de generar energía y finalmente nuevos instrumentos financieros que permitieran encausar los fondos hacia proyectos de este tipo (Lafferriere, 2008).

Recapitulando el proceso detallado en este apartado, podemos decir que en la cronología partiendo desde el informe Brundtland hasta el protocolo de Kioto las finanzas sostenibles fueron tomando forma, pero el proceso histórico no se detuvo allí. Posteriormente en 2015 en París tuvo lugar el acuerdo que llevaría su nombre.

El Acuerdo de París (en inglés: Paris Agreement; en francés: Accord de Paris) es un acuerdo dentro del marco de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático que establece medidas para la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI). El acuerdo tenía como objetivo, mantener el aumento de la temperatura global promedio por debajo de los 2 °C.) (Naciones Unidas, 2015)

El acuerdo aún vigente, establece que esto debe ser logrado mediante la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero. También propone aumentar la habilidad de las partes del acuerdo para establecer medidas de mitigación, adaptación y resiliencia al cambio climático, y generar flujos financieros para lograr la reducción de emisiones y el desarrollo resistente a los efectos del cambio climático.

La vigencia del acuerdo comenzó en 2020, tras la finalización de la vigencia del Protocolo de Kioto. El acuerdo fue negociado durante la XXI Conferencia sobre Cambio Climático (COP 21) por los 195 países miembros de Naciones Unidas

Hasta el 3 de noviembre de 2016, este instrumento internacional había sido firmado por 97 partes. De esta manera, se cumplió la condición para la entrada en vigor del acuerdo (Artículo 21,1) al ser ratificado por más de 55 partes, que suman más del 55 % de las emisiones globales de gases de efecto invernadero.

Posterior a este último hito histórico, muchos otros siguieron dando marco institucional a esta necesidad de dar sostenibilidad a las finanzas. En los posteriores apartados de este trabajo se analizarán las instituciones globales que estructuran el mercado y los instrumentos financieros mediante los cuales se intenta cumplir con los acuerdos descriptos precedentemente.

Instrumentos financieros globales

En lo que a finanzas sostenibles se refiere, existen un gran número de instrumentos de deuda que permiten financiar proyectos de impacto. Con el objetivo de aclarar cómo se utilizarán el término “bono verde” y “bono SVS” en este trabajo, a continuación se ofrecen las definiciones y que se entiende por tales términos.

¿A qué se denomina Bonos Verdes?

Existen muchas definiciones de Bonos Verdes y no es posible adoptar una definición como mandatoria, pues este instrumento no encuentra una reglamentación global. A los efectos de este trabajo, se tomará como la más adecuada la definición del Banco Mundial. El mismo define los Bonos Verdes como instrumentos financieros que financian proyectos verdes y brindan a los inversionistas pagos de ingresos regulares o fijos. (Banco Mundial, 2021)

Es decir, se refiere a un tipo de deuda que emiten las organizaciones tanto públicas como privadas, para financiar proyectos socialmente responsables con el medioambiente. Sin embargo, la denominación de bono verde se utiliza generalmente en un sentido más amplio pues se suele incluirse también a los bonos destinados a financiar proyectos de carácter social. Este tipo de bonos encuentran su definición específica en los principios definidos por ICMA (International Capital Market Association).

A los efectos de este trabajo se utilizará el término “Bono Verde” para referirse al uso global que incluye los instrumentos destinados a financiar proyectos sociales.

¿A qué se denomina bono SVS?

En Argentina la CNV (Comisión Nacional de Valores) introduce el marco conceptual de Bonos SVS a través de la Resolución General 788/2019. En la misma define los bonos SVS (Verdes, Sociales y Sustentables) como valores negociables que se destinan a financiar o refinanciar proyectos, en forma total o parcial, con beneficios sociales, ambientales o una combinación de ambos (sustentables).

En este sentido, la CNV si adopta una definición más amplia y permite que la referencia a Bono SVS incluya no solo aquellos instrumentos de deuda destinados a proyectos responsables con la naturaleza sino también con la sociedad.

Otro punto a tener en cuenta de la definición de la CNV, es que engloba todo tipo de instrumento de deuda, tales como Fideicomisos Financieros y Obligaciones Negociables.

Por lo tanto a los efectos de este trabajo, la referencia a “Bonos SVS” hará referencia a la definición de la CNV.

Instituciones relevantes en la emisión de instrumentos financieros a nivel global

La introducción del concepto de sostenibilidad en finanzas produjo la aparición de nuevos proveedores de servicios o agentes que intervienen en el funcionamiento de los mercados. El punto de partida de este proceso de transformación es la búsqueda de una mayor transparencia, siendo el principal objetivo mejorar el acceso de los participantes en el mercado a la información sobre el impacto del cambio climático (The Task Force on Climate-related Financial Disclosures, 2019).

En el siguiente cuadro “Tabla 1 - Principales actores intervinientes en el mercado de Bonos Verdes” se describen los principales servicios que intervienen a nivel global en la emisión de un bono verde.

Tipos de servicio	Tipos de servicio	Ejemplos de proveedores
Segunda Opinión (Second Party Opinion, SPO)	<p>Normalmente implica una valoración sobre la adecuación de un framework con principios o estándares externos.</p> <p>Se tienen en cuenta la política estratégica de la empresa, los objetivos y los procesos relacionados con los proyectos que se van a financiar (use of proceeds).</p>	Vigeo-Eiris, Sustainalytics, ISSoekom, Imug, CICERO, Robecoo, MSCI, Dow Jones.
Verificación externa	<p>Suele ir algo más al detalle, revisando el cumplimiento de estándares internos y externos (p. ej., una certificación oficial), y la sostenibilidad de los activos que se van a financiar.</p> <p>En ocasiones incluye un seguimiento del uso de los fondos y de la calidad del reporting.</p>	Deloitte, KPMG, PwC, EY
Rating	<p>Pueden valorar la adecuación del framework del emisor a determinados criterios recogidos en una metodología de scoring propia. El resultado es independiente del rating tradicional.</p>	Moody's, S&P, Fitch, Beyond Ratings.
Certificación	<p>Compromiso con unos principios oficiales o estándares generales que han sido determinados por una tercera parte independiente. Normalmente suele verificarse externamente.</p>	SO, ICMA, DNV-GL, Bureau Veritas, TÜV, CBI.

Tabla 1 - Principales actores intervinientes en el mercado de Bonos Verdes

Comenzando por el mercado primario, cabe destacar la aparición de un agente denominado “verificador”, que se encarga de velar por el cumplimiento del emisor con sus compromisos medioambientales (Alonso, 2019). La figura del verificador es una de las más consolidadas, y muestra de ello es que según Climate Bonds Initiative CBI durante 2019 el 86% de las emisiones tuvo al menos una forma de revisión externa y el 6% tuvo múltiples revisores (The Climate Bonds Initiative, 2020).

A partir del 2019 la Comisión Europea determinó que para contar con la etiqueta “EU Green Bond”, sería obligatorio disponer de al menos un verificador externo, de cara a validar la credibilidad del emisor (Banco Europeo de Inversiones, 2007).

Se distinguen así diferentes tipos de proveedores de verificación. El principal y más común, es el denominado SPO (Second Party Opinion) que consiste en una revisión de los compromisos de sostenibilidad del emisor.

También existen, calificaciones o ratings de ESG (Environmental, Social and Governance), que ofrecen estadísticas y ratings de estos mismos aspectos de cambio climático, gobierno corporativo y compromisos sociales.

Por su parte el mercado secundario también presenta nuevos actores del mercado financiero con la aparición de índices de referencia o benchmarks sostenibles que nuclean por ejemplo títulos de compañías con bajas en emisiones de carbono. Estos índices de referencia permiten un correcto seguimiento del rendimiento en mercado secundario de las acciones y títulos de deuda de compañías y gobierno que se engloban en finanzas sostenibles.

Estos índices resultan esenciales principalmente para promover entre los inversores carteras con productos sostenibles, facilitando la proliferación y comercialización de carteras construidas con base en principios de inversión responsable.

La provisión del servicio de verificación conlleva un coste añadido en el proceso de emisión de deuda. Con objeto de que esto no suponga una barrera para el desarrollo del mercado de emisiones verdes, los organismos reguladores de mercados de capitales han

dispuesto distintos tipos de ayudas para financiar el coste extra asumido por los emisores. Como dato introductorio a este costo que luego será ampliado en otra sección del presente trabajo, la Comisión Europea estima este coste en cerca de 40.000 euros para bonos emitidos en ese mercado (Banco Europeo de Inversiones, 2007). Hoy en día ya existen propuestas para su subvención del costo asociado a una SPO en Europa.

Por otro lado, estudios pioneros como el denominado “El rompecabezas de la prima de los Bonos Verdes: el papel de las características del emisor y la verificación de terceros” de Bachelet et al. (2018) demuestran que la presencia de verificadores externos, en particular certificaciones, resulta al final del proceso en un menor coste de financiación para los emisores verdes.

En este sentido el mercado argentino a la fecha de publicación de este trabajo y con el espíritu de promover las emisiones de bonos verde, bonifica en su totalidad el costo de publicación en el Panel SVS (Bolsa y Mercados Argentinos, 2019).

En los próximos apartados se desarrollarán los principales actores intervinientes en el mercado de Bonos Verdes. Se adjunta en el anexo 1 un mapa gráfico con las instituciones y el tipo de relación que se genera entre ellas.

El Banco Mundial

El Banco Mundial, podría decirse que fue el pionero en emitir un bono verde de forma masiva y estructurado como instrumento público. En su informe anual sobre inversiones de impacto 2018, la entidad cita el particular evento que dio origen a la primera emisión de un bono verde.

Según el informe, a finales de 2007 el fondo de pensiones sueco “Skandinaviska Enskilda Banken (SEB)” se comunicó telefónicamente con tesorería del banco mundial consultando por instrumentos de inversión que aportaran soluciones respetuosas con el clima, ofreciera liquidez y alta calidad, y que no implicara un riesgo adicional (World Bank, 2018a). Este tipo de consultas dieron comienzo a la creación de productos con estas

características, es así como en noviembre de 2008 se alcanzó con éxito la petición del fondo de pensiones SEB, con la emisión del bono verde del Banco Mundial.

Este primer bono verde emitido por el Banco Mundial, incluía una segunda opinión de “Climate and Environmental Research at the University of Oslo” (CICERO) reconocida institución ligada al cambio climático. En el prospecto de este primer bono de esta institución, existía el compromiso de informar periódicamente el impacto generado por la inversión. Todos estos puntos fueron creando paulatinamente una nueva forma de conectar el financiamiento de los inversionistas con proyectos responsables con el clima.

En los últimos 10 años, el Banco Mundial ha emitido 147 Bonos Verdes, en 20 monedas por aproximadamente un volumen total de USD 11 mil millones. El Banco Mundial calculaba que al 30 de junio 2018 se encontraban US \$ 4.8 mil millones de Bonos Verdes en circulación. (World Bank, 2018a)

Las emisiones del banco mundial no realizan el procedimiento que tradicionalmente realizan otras instituciones, por el contrario, posee un proceso de revisión y aprobación propio para garantizar que cumplen con las prioridades de desarrollo de cada país. El proceso incluye:

- (i) detección temprana para identificar posibles impactos ambientales o sociales y el diseño de políticas y acciones concretas para mitigar tales impactos;
- (ii) aprobación del proyecto por el Directorio, compuesto por 25 directores que representan a los países miembros.

Posterior a estos dos pasos el Banco Mundial analiza junto a especialistas en medio ambiente los proyectos aprobados para identificar aquellos que cumplen con el criterio de elegibilidad de Bono Verde del Banco Mundial.

En resumen, el ciclo de vida de un proyecto financiado por el Banco Mundial sigue seis etapas en total como se muestra en el gráfico siguiente.



Ilustración 1- Proceso de emisión de Bonos Verdes del Banco Mundial

Índices de Sostenibilidad

Los índices bursátiles de sostenibilidad son índices compuestos por empresas que en sus operaciones toman en cuenta los aspectos económicos, sociales y ambientales (Fuertes A., 2016). Los creadores de los índices, consideran como empresas sostenibles aquellas que toman en cuenta estas dimensiones según calificaciones basadas en evaluaciones definidas por ellos mismos o por un tercero independiente.

Los índices ofrecen a las compañías la oportunidad de comparar sus desempeños de sostenibilidad tanto a nivel local como global. También brindan un instrumento para exponer el desempeño de los emisores que incluyen instrumentos de finanzas sostenibles.

Diversas empresas proveedoras de índices han incorporado variantes para expresar la gestión responsabilidad social empresarial. El primer índice bursátil sostenible fue el “Domini400 Social Index (DSI)” creado en 1990 y fue conocido como “MSCI KLD400 Social Index”. Este índice incorporó por primera vez cuestiones sociales al seleccionar las empresas que lo integran (Mori & Christodoulou, 2012). Este índice comenzó a evaluar las compañías integrantes por las relaciones humanas, la seguridad de los productos, la seguridad ambiental y el gobierno corporativo (Mori & Christodoulou, 2012).

Otros de los índices de principal relevancia a nivel global son el Dow Jones Sustainability Index (DJSI) creado en 1999 y el FTSE4Good Index Series creado en 2001. Por su parte los llamados mercados de frontera tienen su lugar en el universo de los índices de sostenibilidad y en el 2004 fue creado el “Johannesburgo Stock Exchange Socially Responsible Investment Index (JSESRII)” y en 2005 el “Corporate Sustainability Index (ISE)” (Mori & Christodoulou, 2012).

	Índice / Familia de Índices	Año Inicio	Pilares / dimensiones en el modelo de creación de valor sostenible
GLOBALES	DowJones Sustainability Index (DJSI)	1999	Dimensión Económica
			Dimensión Social
			Dimensión Medioambiental
	FTSE4Good - ESG	2001	Medio ambiente
			Dimensión Social
			Gobierno Corporativo /Gobernanza
MSCI ESG*	2010	Medio ambiente	
		Dimensión Social	
		Gobierno Corporativo /Gobernanza	
LATINOAMÉRICA	IPC Sustentable	2011	Medio ambiente
			Dimensión Social
			Gobierno Corporativo /Gobernanza
	SE Bovespa	2005	Dimensión Ambiental
			Dimensión Económica - Financiera
			Dimensión General (incluye ética)
			Dimensión Social
			Gobierno Corporativo /Gobernanza
			Dimensión de Cambio Climático
			Dimensión de Naturaleza de Producto

Tabla 2 - Principales índices bursátiles sostenibles. *elaboración propia

A continuación, se realizará un análisis de los índices considerados más relevantes a los efectos de la hipótesis de este trabajo.

- Dow Jones Sustainability World Index
- DJSI MILA
- FTSE4Good

Dow Jones Sustainability World Index

Este índice bursátil de empresas sostenibles fue el pionero en esta iniciativa. Fue creado en septiembre de 1999 para seguir a las empresas líderes en términos de sostenibilidad. Rápidamente se convirtió en referencia mundial para todos aquellos inversores interesados y preocupados por la sostenibilidad mundial (Manjit, 2019). El éxito de este índice se debe principalmente a la unión de la gran experiencia y reconocimiento mundial del S&P Dow Jones Index y la reconocida empresa especialista en este campo RobecoSAM (Marichalar de Corral, 2014). Robeco es un gestor de fondos internacional que ofrece una amplia gama de inversiones activas, tanto de renta variable como de renta fija. Esta compañía se fundó en 1929 después de la caída de Wall Street, su nombre proviene de Rotterdamsch Beleggings Consortium, abreviado como "Robeco" (RobecoSAM, 2020).

RobecoSAM es la marca que Robeco utiliza para referirse a una información y análisis de inversiones sostenibles, y fondos de impacto. La compañía tiene su sede en Zurich, Suiza, y considera criterios económicos, ambientales y sociales en sus estrategias de inversión (RobecoSAM, 2020).

Cada año, más de 3.500 empresas que cotizan en bolsa son invitadas a participar en la Evaluación de Sostenibilidad Corporativa (CSA) de SAM. De estas compañías, las 2.500 más grandes por capitalización de mercado son elegibles para su inclusión en el listado insignia Dow Jones Sustainability World Index (DJSI World). El resto de las compañías son elegibles para participar de la familia de índices de sustentabilidad regionales y específicos de cada país (Las altas y bajas de los Dow Jones Sustainability Índices en su 20 aniversario, 2019).

Básicamente Dow Jones Sustainability Index (DJSI) utiliza un proceso de selección basado en el "Puntaje de Sostenibilidad Total" (Total Sustainability Score o TSS por sus siglas en inglés) y en la evaluación de sostenibilidad corporativa (Corporate Sustainability Assessment o CSA por sus siglas en inglés), ambas clasificaciones son resultantes de la evaluación anual de RobecoSAM. El índice tiene un enfoque "best-in-class". Mediante el

cual se selección aquellas compañías con puntaje top 10% por industria (International Finance Corporation, 2017).

Las empresas que pasan a formar parte de la familia DJSI pueden pertenecer a cualquier tipo de sector, excepto actividades controvertidas como armamento, alcohol, tabaco, juegos de azar y entretenimiento para adultos. La familia Dow Jones Sustainability Index segmenta según el mercado, geografía y tipo de industria en 9 familias.

Familias de Dow Jones Sustainability Index
DJSI World
DJSI North America
DJSI Europe
DJSI Asia Pacific
DJSI Emerging Markets
DJSI Korea
DJSI Australia
DJSI Chile
DJSI MILA Pacific Alliance

Gráfico 1- Familias de Dow Jones Sustainability Index

En 2020 participaron activamente 125 compañías latinoamericanas del Corporate Sustainability Assessment (CSA). De la región, solo lograron ser listadas 13 empresas en el índice DJSI Global de las cuales 7 de Brasil, 5 de Colombia y 1 de Chile.



Ilustración 2- Compañías listadas en el DJSI Global 2020

DJSI MILA

El 18 de octubre del 2017 el “S&P Dow Jones Índices” junto con el “Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)”, la “Corporación Financiera Internacional (IFC)” y RobecoSAM anunciaron el lanzamiento del índice “Dow Jones Sustainability MILA Pacific Alliance (DJSI MILA Pacific Alliance)” (Internationa Finance Corporation, 2017).

Este índice sigue el desempeño de las empresas con las calificaciones de sostenibilidad evaluadas por RobecoSAM para la región de la Alianza del Pacífico. Incluye Chile, Colombia, México y Perú, proporcionando a los inversionistas un benchmarking objetivo para la gestión de una cartera de inversión sostenible para la región.

El índice DJSI MILA Pacific Alliance fue el primer índice en su categoría para la región latinoamericana. En su última edición 2020 está compuesto por 42 empresas líderes en sostenibilidad. Para esta familia del DJSI, el benchmark también utiliza un enfoque de mejor en su clase, o " best-in-class ", pero con un top del 30% del universo clasificado (Internationa Finance Corporation, 2017).

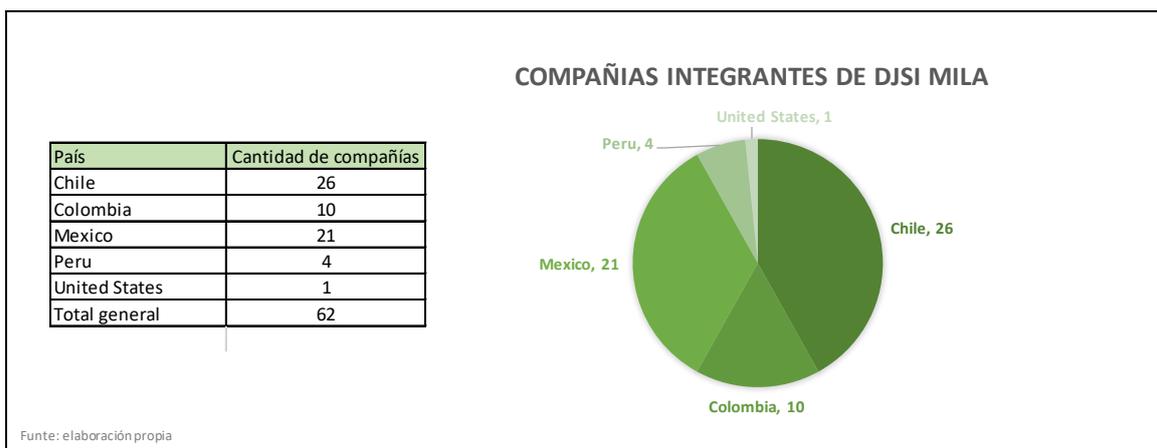


Gráfico 2 - Compañías integrantes MILA por país

El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) es una iniciativa de integración de mercados latinoamericano iniciada en mayo de 2011, que involucra las bolsas de valores de Chile, Colombia, México y Perú, y sus depositarios de valores. Su principal objetivo es generar mayor y mejor exposición para las bolsas de valores que lo integran, y para incrementar la oferta de productos y oportunidades para inversores locales y extranjeros. (MILA | Mercado Integrado Latinoamericano, s. f.) En este sentido, el índice está liderado por compañías chilenas seguido de México. El índice permite una mayor exposición a inversores de compañías de la región.

Índice FTSE4Good

Lanzado en 2001, el “FTSE4Good Index Series” es una serie de índices bursátiles para inversores que buscan invertir en empresas que demuestran buenas prácticas de sostenibilidad. El índice deriva del “FTSE Global Equity Index Series” y utiliza sus bases de datos y metodologías. (London Stock Exchange Group plc, 2020)

La investigación de los índices cuenta con el apoyo de “Ethical Investment Research Services (EIRIS)”. El índice excluye a las empresas involucradas en la producción de tabaco, armas nucleares, sistemas de armas convencionales o la industria de la energía del carbón y califica a las empresas involucradas en la sostenibilidad ambiental basadas en la inclusión, las relaciones con las partes interesadas, las actitudes hacia los derechos humanos, los estándares laborales de la cadena de suministro y la lucha contra el soborno.

FTSE4Good se revisa dos veces al año (en marzo y septiembre) para aceptar nuevas empresas y excluir las que formen parte del índice y ya no cumplan con los requisitos de sostenibilidad demandados (London Stock Exchange Group plc, 2020). Este índice también clasifica los mercados por geografías o mercados y las denomina familias, como puede observarse en la siguiente imagen.

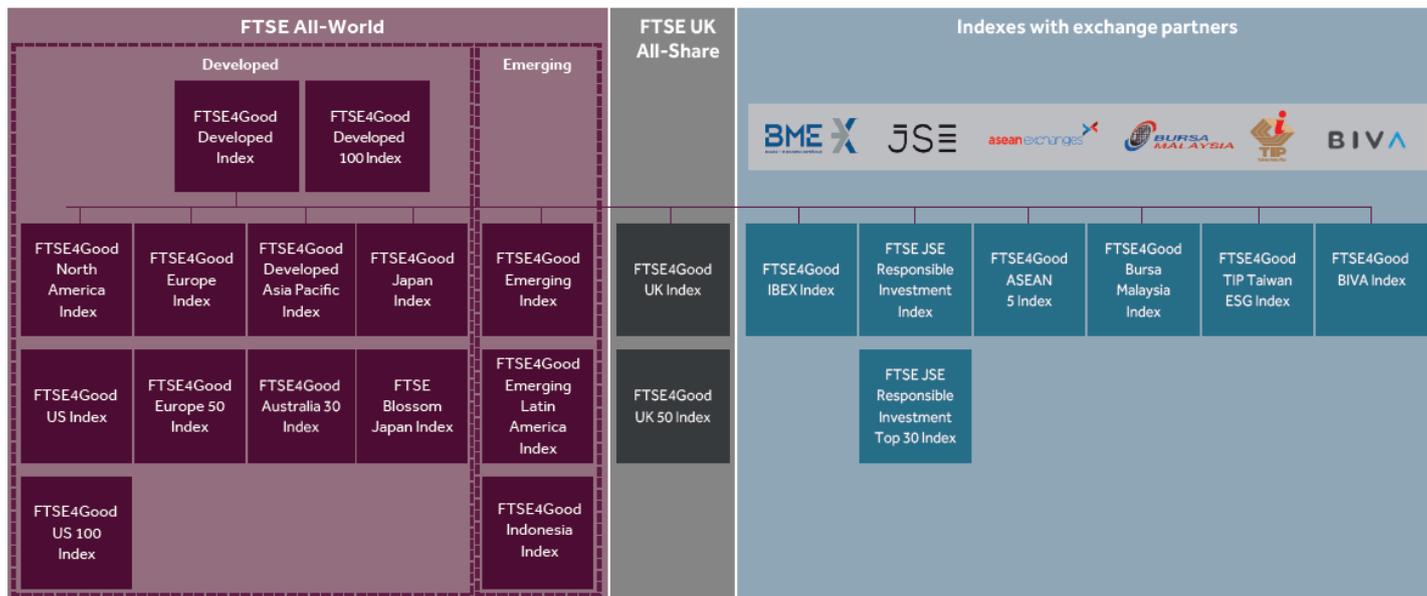


Gráfico 3 - Familia de FTSE

En 2016 FTSE Russell lanzó el índice de mercados emergentes “FTSE4Good Emerging Markets Index” y el índice de América Latina “FTSE4Good Emerging Latin America Index” (FTSE Russell Launches Emerging Markets and Latin America Sustainability Indices, 2016). El FTSE4Good es un índice de alta rigurosidad, reconocido entre los más importantes del mundo junto con otros, como el Dow Jones Sustainability Index-DJSI. (Edenred, 2017)

Climate Bonds Initiative

Conocida por el primer programa de certificación de Bonos Verdes del mundo, Climate Bonds Initiative (CBI) es una organización internacional sin fines de lucro fundada en 2010 y registrada en Inglaterra y Gales. Su misión es promover la inversión en proyectos que ayuden a solucionar el cambio climático. (Climate Bonds Initiative, s. f.) CBI define su trabajo como un bien público de código abierto y se apoya en tres líneas de trabajo:

1. Inteligencia de mercado:
2. Desarrollar un estándar confiable
3. Proporcionar modelos de políticas y asesoramiento

La institución ofrece un esquema de certificación y estándares de bonos climáticos. Mediante criterios científicos, aseguran que los instrumentos de deuda con certificación CBI sean consistentes con el objetivo de reducción de 2 grados Celsius del calentamiento global, establecido en el Acuerdo de París. El esquema es utilizado globalmente por emisores de bonos, gobiernos, inversionistas y los mercados financieros para priorizar inversiones que contribuyan genuinamente a abordar el cambio climático. (Climate Bonds Initiative, s. f.)

El estándar definido por CBI establece requisitos y procedimientos a ser cumplidos. Los mismos se especifican en un documento emitido por la entidad, siendo su última versión “Climate Bond Estándar Version 3.0” publicada en 2019. El esquema de CBI permite crear confianza y seguridad en el mercado de Bonos Verdes. Según publica CBI, el etiquetado de un bono con el certificado CBI permite acceder a una mayor profundidad de mercado (Climate Bonds Initiative, 2019).

Procedimiento de la certificación CBI

Para recibir el certificado CBI el emisor debe acordar con un Verificador, para que proporcione una declaración de verificación conforme el bono cumple con los “Climate Bonds Standards”. El proceso de certificación de Climate Bonds funciona en paralelo con el proceso normal de emisión de bonos y está dividido en 2 fases:

- Verificación Previa a la Emisión:** antes de la emisión del bono. Incluye el período en el que se formula, confirma, lanza, registra, cotiza y comercializa el bono.
- Verificación Post Emisión:** dentro de los 12 o 24 meses después de la emisión del bono, esto último dependerá de la versión de “Climate Bond Standar”.

La verificación previa a la emisión permite al emisor y Underwriters comercializar el bono como certificado CBI. La verificación post-emisión se debe realizar en los 12 meses posteriores para la versión 2.1 o 24 meses para la versión 3 posterior a la concreción de la emisión. Este proceso se realiza tanto para obtener la certificación posterior a la emisión como para mantener la certificación pre – emisión (Climate Bonds Initiative, 2019) .

Procedimiento para la Certificación CBI



*Ilustración 3 Procedimiento certificación CBI - *elaboración propia*

Luego de la verificación post - emisión, la certificación debe ser mantenida por el emisor presentando informes anuales durante todo el plazo del bono, hasta su vencimiento.

Beneficios de certificar un bono

Climate Bonds Initiative, enumera los beneficios de su certificación en su página web destinada a todo público. Clasifica los mismos en beneficios para los emisores y para los inversores.

Para los emisores:

1. *Una sólida etiqueta:* que permite a los emisores demostrar al mercado que su bono cumple con los estándares de mejores prácticas para la integridad climática, la gestión de los ingresos y la transparencia de gestión. Los activos que reciben la certificación están alineados con el Acuerdo de París de reducción de 2 grados de calentamiento climático, es decir, cero emisiones netas para el 2050.
2. *Base de inversores más diversa:* la mayoría de los emisores encuentran que la gama de inversores interesados en sus bonos es mucho más amplia en comparación con la emisión de bonos “plain vanilla”. Es de esperar que estos inversores mantendrán su tenencia durante más tiempo. A veces puede haber ventajas o beneficios de precios, dependiendo de las circunstancias, debido a esta mayor demanda de los inversores por su bono.
3. *Facilidad de localización:* la certificación permite a los inversores potenciales encontrar rápidamente un bono verde creíble en los proveedores de información de mercado.
4. *Reputación:* la certificación permite a un emisor asociar su organización con los esfuerzos para lograr una economía baja en carbono y asegurar la prosperidad para las generaciones futuras.
5. *Estándar internacional:* Este es el único certificado que se utiliza internacionalmente, que garantiza un estándar en más de 30 países.

Para los Inversores:

Un mercado de mayor profundidad de bonos climáticos certificados también permite a los inversores participar activamente en el compromiso de construir una economía baja en carbono de tres formas clave:

1. Cobertura proactiva contra futuros riesgos climáticos financiando una transición baja en carbono.
2. Comunicar al mercado su apetito por un flujo de inversiones verdes adecuadamente ajustado al riesgo
3. Señalar a los gobiernos su voluntad de invertir en la transición de bajas emisiones de carbono sujeto a marcos de políticas estables y rendimientos ajustados al riesgo.

Los inversores a nivel global utilizan la certificación CBI como una herramienta de selección para asegurar inversiones bajas en carbono (Climate Bonds Initiative, 2021). Si bien la certificación no ofrece ninguna garantía con respecto a los riesgos crediticios o rendimientos, sí permite a los inversores ahorrar tiempo y dinero al permitir analizar inversiones bajas en carbono en todos los sectores y clases de activos. Los inversionistas pueden hacer menos “due diligence” para revisar los bonos, ya que la Certificación garantiza una mayor transparencia y consistencia (Climate Bonds Initiative, 2021).

Costo de una certificación CBI

En términos de costos monetarios, la certificación requiere de varios actores por lo que sería la sumatoria de todos ellos. Es decir, un emisor debe tener en cuenta los costos derivados de:

- La tarifa del Verificador por sus servicios de verificación.
- Tarifa de Climate Bonds Initiative.
- Tiempo del personal interno del emisor para configurar los protocolos y sistemas adecuados con el fin de cumplir con los requisitos del “Climate Bond Estándar” .

CBI informa en su página web corporativa, que su tarifa por la certificación es de 1/10 de un basis point del volumen total del bono, a modo de ejemplo para un bono de 500,000,000 de dólares la tarifa de la certificación sería de 5000 dólares. Este fee es cobrado una sola vez, tras la confirmación de la certificación previa a la emisión. Climate Bonds no cobra ninguna tarifa después de esto, es decir, en la etapa de Certificación posterior a la emisión o en cualquier período posterior (Climate Bonds Initiative, 2018).

Estado del mercado de emisiones con certificación CBI

En el 2019 CBI alcanzó la emisión global de Bonos Verdes por USD 257.700 millones, marcando un nuevo récord. Este hito representó un aumento del 51% de las emisiones alcanzadas durante el 2018, año en que se emitieron USD170.060 millones en bonos certificados.

Con respecto a la región los países que poseen bonos con certificación CBI son Chile, México, Colombia y Brasil.



Ilustración 5- Emisiones período para latam 2006-2020. * fuente: Climate Bonds Initiative

ICMA

La Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA por sus siglas en inglés, International Capital Market Association) es una organización autorregulada fundada en 2005 con el objetivo de promover los mercados de valores de deuda internacionales y su buen funcionamiento (ICMA Group, 2020).

ICMA establece cuatro principios para normar la emisión de bonos con espíritu RSE. Estos principios se han convertido en el marco líder a nivel mundial para la emisión de bonos sostenibles.

Los Green Bond Principles

Los Principios de ICMA, son pautas de procesos voluntarios que promueven la integridad en el desarrollo del mercado de Bonos Verdes. Estos principios están destinados a un amplio uso por parte del mercado (ICMA group, 2021):

- proporcionan a los emisores una orientación sobre los componentes clave en el lanzamiento de un bono verde
- ayudan a los inversores garantizando la disponibilidad de la información necesaria para evaluar el impacto medioambiental de sus inversiones
- ayudan a los underwriter al orientar el mercado hacia una estandarización de los mismos.



*Ilustración 6- Los principios de ICMA. *fuente: ICMA*

Como puede observarse en la Ilustración 6, los principios de ICMA se dividen en cuatro tipos:

- Green Bond Principles en adelante GBP
- Social Bond Principles en adelante SBP
- Sustainability Bond Principles en adelante SBP
- Sustainability-Linked Bond Principles SLBP

Green Bond Principles

Según los principios de GBP, los Bonos Verdes son cualquier tipo de bono en el que los fondos se aplicarán exclusivamente para financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad, proyectos verdes elegibles, ya sean nuevos y/o existentes y que estén alineados con los cuatro componentes principales de los GBP (ICMA Group, 2020).

Los cuatro componentes principales que establecen los GBP son:

1. Uso de los Fondos
2. Proceso de Evaluación y Selección de Proyectos
3. Gestión de los Fondos
4. Informes

En este sentido ICMA no emite certificación o etiqueta, por el contrario, recomienda que cuando se lleve a cabo la emisión de un instrumento de deuda, los emisores utilicen un evaluador externo que revise y confirme la alineación de su bono o programa con los cuatro componentes básicos de los GBP.

Los evaluadores que contempla ICMA para verificar y alinearse a sus principios son: second party opinion en adelante SPO, verificación, certificación, rating o puntuación de Bonos Verdes.

Social Bond Principles

Los Bonos Sociales son bonos que recaudan fondos para proyectos nuevos y existentes con resultados sociales positivos. Los Principios de Bonos Sociales (SBP por sus siglas en inglés) promueven integridad en el mercado de Bonos Sociales a través de guías que recomiendan transparencia, divulgación y reportes. Para esto ICMA enumera algunas categorías de proyectos sociales de manera indicativa:

- Infraestructura básica asequible (por ejemplo, agua potable, alcantarillado, saneamiento, transporte, energía).
- Acceso a servicios esenciales (por ejemplo, salud, educación y formación profesional, atención médica, financiación y servicios financieros)
- Vivienda asequible.
- Generación de empleo, incluso a través del efecto potencial de la financiación de las PYME y microfinanzas.
- Seguridad alimentaria.
- Avances socioeconómicos y empoderamiento.

Los SBP recomiendan un proceso claro y una divulgación para los emisores, que los inversores, bancos, suscriptores, agentes de colocación y otros pueden usar para comprender las características de cualquier Bono Social. Los SBP enfatizan la transparencia, precisión e integridad requerida de la información que será divulgada e informada por los emisores a las partes interesadas (ICMA Group, 2020).

Los SBP tienen los mismo cuatro componentes que los GBP:

1. Uso de los fondos
2. Proceso para la Evaluación y Selección de Proyectos
3. Administración de los fondos
4. Informes

Sustainability Bond Guidelines

Los Bonos Sostenibles, descritos en “Sustainability bond guidelines” (SBG por sus siglas en inglés) son aquellos bonos donde los fondos se aplican exclusivamente a financiar o refinanciar una combinación de Proyectos Verdes y Proyectos Sociales.

Los Bonos Sostenibles están alineados con los cuatro pilares principales de los GBP y SBP, siendo los primeros especialmente relevantes para los Proyectos Verdes y los segundos para los Proyectos Sociales.

Sustainability-Linked Bond Principles

Los Bonos Vinculados a la Sostenibilidad o sustainability-linked bond principles (SLBP por sus siglas en inglés) son cualquier tipo de bono cuyas características financieras y / o estructurales puedan variar dependiendo de si el emisor alcanza, o no, ciertos objetivos predefinidos de Sostenibilidad o ESG.

En ese sentido, los emisores se comprometen explícitamente (incluso en la documentación del bono) a futuras mejoras en su desempeño en sostenibilidad dentro de un plazo predefinido. Los SLBP son, por tanto, instrumentos basados en el desempeño futuro previsto. Esos objetivos:

- a) se miden a través de indicadores clave de rendimiento o key performance indicators (KPIS) por sus siglas en inglés.
- b) se evalúan en función de los objetivos de desempeño de sostenibilidad, o Sustainability Performance Targets (SPTS) por sus siglas en inglés, predefinidos.

Los fondos obtenidos mediante la emisión de SLB están concebidos para ser utilizados con fines generales corporativos, por lo que el uso específico de los mismos (“Use of Proceeds”) no es determinante para su categorización. Sin embargo, en algunos casos, los emisores pueden optar por combinar el enfoque GBP / SBP con el SLBP. En todo caso, los SLB no deben confundirse con los Bonos de Sostenibilidad (que son bonos que sí requieren declarar el uso específico de los fondos según se define en las Guías de Bonos de Sostenibilidad)

Los SLBP tienen cinco componentes principales:

1. Selección de los indicadores clave de rendimiento (KPIS)
2. Calibración de los objetivos de desempeño en sostenibilidad (SPTS)
3. Características del bono

4. Presentación de informes, o “reporting”
5. Verificación

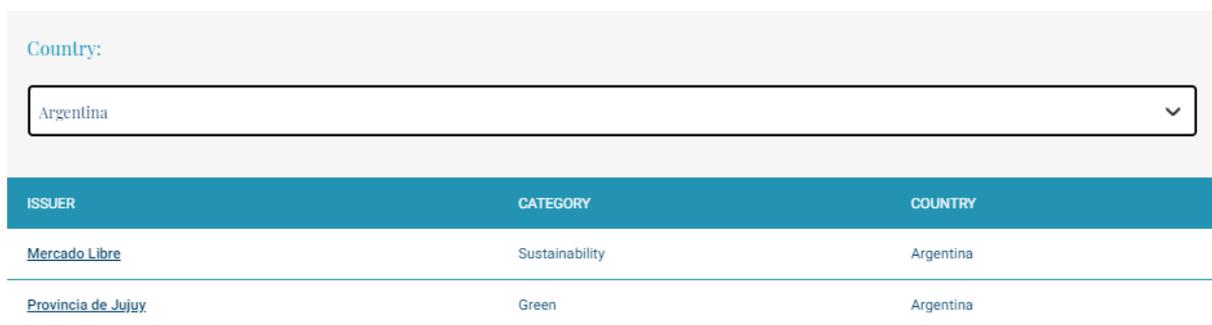
ICMA y el mercado argentino

ICMA rastrea y publica una base de datos con los Bonos Verdes, sociales y de sostenibles emitidos desde 2016. Esta base de datos enumera los emisores que han divulgado públicamente sus informes de revisión externa, o que han completado las plantillas o formularios exigidos por ICMA para tal fin.

Con respecto a la Argentina, a la fecha de redacción de este trabajo solo dos Bonos Verdes se encuentran incluidos en el listado publicado por ICMA en su página web (ICMA Group, 2021) .

El primer bono listado, es el bono emitido por el Gobierno de Jujuy en Julio de 2017, etiquetado como verde, fue emitido por un importe de 210 millones de dólares para financiar la creación del parque de energía solar Caucharí. El mismo cuenta con la verificación de Sustainalitycs.

El segundo bono listado es una obligación negociable en la base de datos de ICMA, es el emitido por Mercado libre en noviembre 2020, listado como bono sustentable y verificado por Sustainalitycs.



Country:

Argentina

ISSUER	CATEGORY	COUNTRY
Mercado Libre	Sustainability	Argentina
Provincia de Jujuy	Green	Argentina

Ilustración 7 - Listado de emisiones argentinas en base de datos de ICMA. Fuente ICMA Group 2021

Verificadores

Una second party opinión (SPO por sus siglas en inglés) o segunda opinión es una valoración sobre la adecuación de una emisión a un framework, principios o estándares externos. Se tienen en cuenta la política estratégica de la empresa, los objetivos y los procesos relacionados con los proyectos que se van a financiar (use of proceeds). Generalmente es emitida por empresas con un gobierno descentralizado u organizaciones sin fines de lucro (Alonso, 2019).

Las verificaciones suelen ir algo más al detalle, revisando el cumplimiento de estándares internos y externos acompañado de una certificación oficial. Generalmente incluirá un seguimiento del uso de los fondos, y un listado público(Alonso, 2019) .

Existen un gran número de verificadoras y organizaciones que emiten SPO. A continuación, se realiza un análisis de las verificadoras más relevantes del mercado.

Sustainalytics

Sustainalytics es una empresa que califica la sostenibilidad de las empresas que cotizan en bolsa en función de su desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo (Environiemental, social and corporate governance o ESG por sus siglas en inglés) . Durante más de 25 años, la firma ha estado ayudando a los administradores de activos, fondos de pensiones y otros participantes del mercado institucional a integrar factores ASG en sus procesos de inversión (Sustainalytics, 2021) .

Con respecto a la Argentina, Sustainalytics ha prestado servicio para 3 instrumentos de deuda, los cuales se detallan a continuación:

Proyecto	Cliente	Tipo de instrumento	Fecha de informe
The Province of Jujuy Green Bond	La Provincia de Jujuy	Sustainability Bond	6-Sep-17
Mercado Libre Sustainability Bond Framework Second-Party Opinión	Mercado Libre Inc.	Sustainability Bond	6-Sep-17
Santander Argentina Social Loans Framework Second-Party Opinión	Banco Santander Río S.A.	Social Bond	16-Sep-20

*Ilustración 8 - Servicios prestados por Sustainalytics para emisores argentinos. *elaboración propia*

Vigeo Eiris

Como agencia de calificación e investigación, Vigeo-Eiris en adelante VE evalúa la integración de las organizaciones de los factores sociales, ambientales y de gobernanza en sus estrategias, operaciones y administración, con un enfoque en promover el desempeño económico, la inversión responsable y la creación de valor sostenible. VE es uno de los líderes mundiales en SPO de Bonos Sostenibles (VigeoEiris, 2021).

En relación con Argentina, VE ofició como SPO para el re-etiquetamiento del bono (Ticker: PZC10) emitido el 18/12/2017. El destino de los fondos fue la construcción de Naves Logísticas Triple “A” con altos estándares de sustentabilidad. El bono fue re-etiquetado como Social Verde y Sustentable (SVS) en diciembre del 2019 post- emisión.

Posteriormente en la segunda emisión en febrero de 2021, VE vuelve a officiar como SPO para la emisión de un bono sustentable (Ticker: PZC60).

SMS San Martín Suarez y Asociados

Como verificadores locales, el líder y pionero a nivel regional es “SMS San Martín, Suarez y Asociados”, fundado como una Sociedad Civil en 1987 ha sido el emisor local de la mayoría de las “second opinions” de los bonos del panel BYMA SVS.

SMS realizó informes de SPO para:

- CP MANQUE S.A.U. Y CP LOS OLIVOS S.A.U (Ticker: OMC10 y OMC20)
- ON de Banco Ciudad (ticker: BCIUN)
- Fideicomiso Financiero de Fecovita (Ticker FEO1A).

Costo de Verificadores

Con respecto a los informes de “second opinion”, SPO o verificaciones externas, no fue posible relevar un presupuesto del costo que representa. Durante la investigación se consultó a la Dra. Carina Egea titular de Porfolio S.A, consultora que asesoró a Fecovita en la emisión del Fideicomiso Financiero SVS. En entrevista realizada el 10 de junio de 2021 se preguntó sobre el costo de la “second opinion”.

*Franco Tornaghi: Con esto me das pie a la siguiente pregunta:
¿El costo de la calificadora, es un costo adicional? ¿Es un costo que
encarece el bono SVS?*

*Carina Egea: Si tiene es un costo adicional, económico que
depende de cuál sea el nivel de certificación que uno elija de los cuatro
estándares. Nosotros lo que hicimos fue una verificación externa
independiente, con el estudio SMS con Julián Costábile (refiriéndose al
FF Fecovita). Ellos están autorizados a emitir un informe de “segundas
partes” “second opinión”.*

Teniendo en cuenta que los costos de un informe de “second opinion” pueden variar dependiendo del tipo de certificación y el mercado que se quiera alcanzar, es de intuir que será un costo a tener en cuenta como el costo de una calificación crediticia. En referencia a esto Carina comentó durante la entrevista:

*Carina Egea: Es un costo adicional porque, los títulos tienen
como dos caminos paralelos, por un lado, el análisis de riesgo
financiero, que es la calificación de riesgos, esto es: como lo voy a
repagar, como son los activos, como es la garantía, etc. Por separado
tengo otro costo, que me dice una vez que obtuviste el dinero, ¿cómo vas
a mantener el objetivo que has trazado desde un primer momento? Esto
es muy importante porque para esto Byma tiene también la sanción por
incumplimiento.*

Sobre la oferta de revisores argentinos

El 13/08/2020 la CNV autorizó la incorporación de nuevos tipos de revisores externos para el panel de bonos sociales, verdes y sustentables de ByMA. Esta incorporación de la CNV autorizaba a BYMA a aceptar nuevos revisores externos de segunda opinión, verificación, certificación y rating. De esta manera, la CNV incorporó en sus normas a todos los tipos de revisores externos sugeridos por ICMA. Este nuevo marco, dio espacio a la generación de nuevos revisores de SPO locales.

En este punto es de destacar lo comentado en entrevista por Sergio Cohen Gerente de Finanzas Corporativas de Plaza Logística, en donde destaca la ampliación del número de calificadoras de SPO locales:

Franco Tornaghi: ¿encuentran algún tipo de encarecimiento a la hora de certificar:

Sergio Cohen: Al principio (refiriéndose a la ON Clase 1 PZC10) primera emisión SVS de Plaza Logística) nos resultó un poco caro porque no había tantas consultoras de second opinion en la Argentina, y tuvimos que contratar a Vigeo Eiris en Chile. Hoy en día por suerte la CNV autorizó a más emisoras de segunda opinión en Argentina. Vuelvo a insistir que no hay que asustarse con las calificadoras, nosotros lo hicimos con FIXScr (refiriéndose a la ON SVS clase 6 PZC60) porque es nuestra calificadora de riesgo. Pero hay otras consultoras que hacen segunda opinión que son más económicos.

Sergio Cohen: Hoy en día si una pyme quisiera tener una second opinion con una calificadora local, puede conseguir una second opinion a un costo acorde a la plaza local. Creo que hubo mucho desarrollo y rápido (refiriéndose a las calificadoras). Por otro lado, BYMA tiene bonificados los costos del listado en panel SVS.

Otros Verificadores

Como se mencionó anteriormente el concepto de sostenible en el mercado de finanzas amplió el espectro de actores y proveedores. Sería muy extenso ampliar la información de cada uno de los verificadores internacionales, por lo que simplemente se los enumera a continuación. A modo de ayuda visual y para entender el extenso marco de tipos de verificaciones, se diseñó un mapa conceptual de los actores y sus vínculos con el mercado de Bonos Verdes, el mismo se encuentra en el Anexo 1:

- Analytical Credit Rating Agency (ACRA)
- The Carbon Trust
- China Chengxin Green Finance Technology (Beijing) Co., Ltd.
- CICERO Shades of Green
- DNV GL
- Escarus - TSKB Sustainability Consultancy
- imug | rating
- ISS ESG
- Kestrel Verifiers
- PeaceStartup Foundation
- RAM SUSTAINABILITY SDN BHD
- S&P Global Ratings
- Sustainalytics
- TECNOAMBIENTE

Otras innovaciones en el mercado financiero

La prestación de los nuevos servicios financieros vinculados al sector de la sostenibilidad se caracteriza por estar realizada por una mezcla de proveedores tradicionales y nuevos agentes con cierto perfil fintech CBI (2018). Este nuevo ecosistema empresarial se ejemplifica en grandes firmas de auditoría que actúan como verificadores externos mientras surgen nuevos participantes especializados como ISS-Oekom o Sustainalytics.

Las principales agencias de calificación crediticia no han sido ajenas a los cambios en el mercado, y han tenido que incursionar en el campo de evaluaciones ESG como por ejemplo “MSCI ACWI Sustainable Impact Index” de MSCI, entre otros.

En la misma línea, plataformas de información financiera como Bloomberg o Reuters han integrado datos ESG dentro del perfil analítico de las compañías, y empresas como Morningstar han incluido criterios de sostenibilidad en su clasificación de los fondos de inversión.

Siguiendo la iniciativa privada, recientemente la Comisión Europea ha lanzado una propuesta para la definición de una metodología de dos índices de referencia bajos en carbono: uno genérico, llamado EU Climate Transition (CTB) Benchmark, y otro más ambicioso en la reducción de gases de efecto invernadero (GHG, por sus siglas en inglés), denominado EU Paris-Alligned Benchmark (PAB). (TEG, 2019)

La adaptación de Argentina a la innovación de las finanzas verdes

El mercado bursátil argentino identifica los bonos de características socialmente responsables con las siglas SVS indicando que son bonos sociales, verdes y sustentables (Comisión Nacional de Valores de la República Argentina, 2019).

La CNV formaliza instrumentos financieros SVS el 20/03/2019 a través de la Resolución General 788/2019 que modifica el artículo 5° de la Sección I del Capítulo IX del Título II de las NORMAS emitida en 2013 (Poder Ejecutivo Nacional, 2019). La resolución 788/2019 contiene adjunto los lineamientos, en dónde a través de sus 24 páginas describe los tipos de bonos, procedimientos y controles necesarios para poder etiquetar un bono como SVS (Comisión Nacional de Valores de la República Argentina, 2019).

Estándares internacionales reconocidos por la CNV

La CNV enumera dos agrupaciones internacionales de las cuáles toma referencia para definir y etiquetar los lineamientos de bonos SVS locales, los mismos son: el “International Climate Bonds Standard” (CBS por sus siglas en inglés) que son los estándares definidos por “Climate Bonds Initiative” y el “International Capital Market Association” (ICMA por sus siglas en inglés). De esta manera el mercado argentino adopta las definiciones establecidas por el Comité Ejecutivo de ICMA, los Principios de Bonos Verdes y los Principios de Bonos Sociales (Comisión Nacional de Valores de la República Argentina, 2019).

Innovación financiera para un gran un número de instrumentos

El lineamiento de la CNV extiende la etiqueta de SVS a un gran número de valores negociables, permitiendo que varios tipos de emisiones puedan involucrarse en las finanzas sustentables. Es decir, pueden adquirir la etiqueta SVS las siguientes emisiones:

- Obligación negociable (ON)
- Obligación negociable PYME
- Obligación negociable simple
- Bonos de proyecto
- Fondo común de inversión
- Fideicomiso Financiero

Tipos de bonos en el mercado argentino, Verdes, Sociales y Sustentables

La CNV realiza una categorización de bonos socialmente responsable mediante tres denominaciones: bonos u obligaciones negociables sociales, verdes o sustentables. (Comisión Nacional de Valores de la República Argentina, 2019). Estas tres etiquetas SVS (sociales, verdes y sustentables) se definen en función de los beneficios generados por los proyectos o actividades a ser financiados. Así, los valores negociables “verdes” se centran en proyectos o actividades con beneficios ambientales, los valores negociables “sociales” en proyectos o actividades con beneficios sociales, y los valores negociables “sustentables” persiguen una combinación de ambos (Comisión Nacional de Valores de la República Argentina, 2019).

Bonos Verdes: la CNV adopta a la definición de los GBP (Green Bond Principles) del ICMA y en sus lineamientos introduce la siguiente definición, “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’” (p7.). No define a que se denomina proyectos verdes, pero si describe que los fondos de la emisión se destinan exclusivamente a financiar actividades con beneficios ambientales, pudiendo incluir activos intangibles (Comisión Nacional de Valores de la República Argentina, 2019).

Bonos Sociales: la CNV cita y reconoce textualmente la definición de la ICMA y dice, “bonos cuyos recursos serán exclusivamente utilizados para financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad, proyectos sociales elegibles, ya sea nuevos o existentes y que estén alineados con los cuatro componentes principales de los SBP (Social Bond Principles)” (p7.) (Comisión Nacional de Valores de la República Argentina, 2019).

Bonos Sustentables: sin definir con mayor profundidad la CNV cita, “son aquellos que financian una combinación de proyectos ambientales y sociales” (p8.) (Comisión Nacional de Valores de la República Argentina, 2019).

Proceso de revisión externa adoptado en Argentina

En sus lineamientos la CNV establece las herramientas para proporcionar seguridad a los inversores sobre las credenciales ambientales y/o sociales de los instrumentos. Clasifica las revisiones externas en cuatro tipos:

Segunda opinión: será cuando una institución con experiencia en materia ambiental o social, independiente del emisor emite un informe de segunda opinión. Generalmente estas revisiones consisten en evaluar si el bono se encuentra alineados con los principios GBP/SBP (Comisión Nacional de Valores de la República Argentina, 2019).

Verificación: se obtiene una verificación cuando se compara la emisión con un conjunto de criterios, relacionados con los procesos de negocios y/o criterios medioambientales/sociales/sostenibles (Comisión Nacional de Valores de la República Argentina, 2019).

Certificación: La CNV lo define como una verificación de un tercero que comprende una revisión experta de los procesos y controles internos del emisor contra un estándar verde/social externamente reconocido (Poder Ejecutivo Nacional, 2019).

Rating/puntuación: consiste en una evaluación de los Valores Negociables SVS, y de sus procesos y controles internos, con una metodología de calificación de terceros. Estas terceras partes pueden ser proveedores especializados de análisis o agencias de rating. Es decir contempla el caso de índices y paneles (Comisión Nacional de Valores de la República Argentina, 2019).

El mercado actual de Bonos Verdes a nivel global

Actualmente la agenda global está marcada por los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) y el Acuerdo de París sobre el cambio climático. En este sentido el sector financiero juega un rol central para generar mecanismos financieros que permitan canalizar la inversión hacia el desarrollo sostenible. (Chamochín Gómez, 2017)

Los fondos públicos no cuentan con los recursos necesarios para cubrir las necesidades de financiación que requiere la Agenda Global. Se cuenta por ello con el apoyo del sector privado para movilizar estas inversiones. La transición a una economía sostenible ha despertado el interés de los inversores que ven una oportunidad para crear nuevos productos y servicios. El informe de la Comisión de Comercio y Desarrollo Sustentable apunta que los modelos de negocios sostenibles podrían generar oportunidades por 12 billones de dólares hasta el 2030 necesarios para reparar el sistema económico. (Chamochín Gómez, 2017)

En el período comprendido entre 2006 y 2020 se estima que el mercado de deuda global con certificación CBI alcanzó 1,7 billones de dólares con cerca de 10,000 bonos colocados con etiquetas verde social o sustentable (GSS por sus siglas en inglés) desde 2006.

Durante el 2020 solo en emisiones con certificación CBI a nivel global, se emitieron instrumentos por valor de 700.000 millones de dólares, casi el doble que el año anterior, que se situó a 358.000 millones de dólares.(Climante Bond Initiative, 2019)

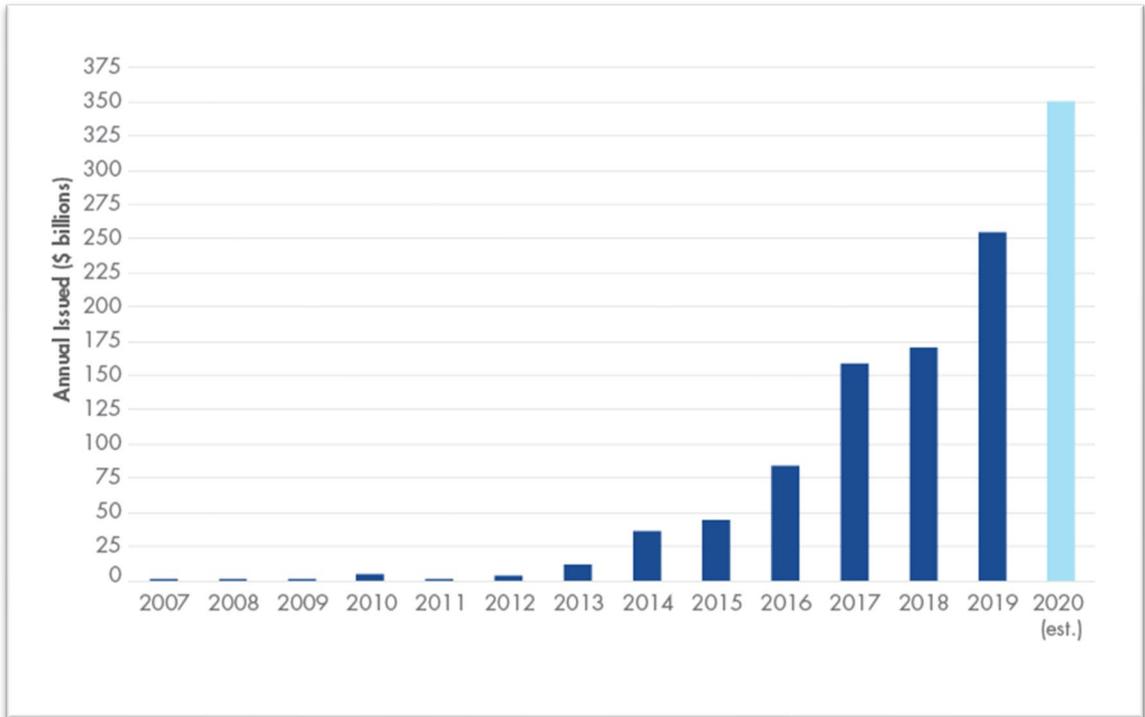


Gráfico 4 Evolución de emisiones con certificación CBI a nivel global

El mercado actual de Bonos Verdes en Argentina

En Argentina la emisión de Bonos Verdes comienza en septiembre de 2017 con la Provincia de Jujuy que logra colocar la mayor emisión de un “bono verde” argentino hasta el momento de redacción del presente trabajo. El mismo fue suscripto por un total de US\$ 210 millones y se destinó a financiar Cauchari, el parque de energía solar más grande de América Latina. Un punto de total relevancia para este trabajo es que durante el proceso de emisión la sobredemanda fue del triple del monto autorizado. (Weissman, 2019)

Siguiendo con la construcción cronológica del mercado de deuda verde en argentina, debemos nombrar a Plaza Logística S.R.L. quien colocó un bono verde para la creación de un parque logístico, por un importe de USD 27.062.528 el 13 de diciembre de 2017. (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2017). Para esta emisión en particular es importante aclarar que, si bien este bono fue emitido en diciembre de 2013, se transformó en el primer bono SVS en septiembre de 2019 gracias al re-etiquetamiento realizado por la compañía y anexado a la emisión de la obligación negociable (Plaza Logística, 2019).

Durante el proceso de investigación se pudo entrevistar a Sergio Cohen (SC) Gerente de Finanzas Corporativas de Plaza Logística. A continuación, algunos fragmentos de la entrevista.

Entrevistador: ¿Cómo fue el proceso de re-etiquetamiento, como lo tomó el mercado?

Sergio Cohen: Desde el principio la compañía obtuvo financiamiento por parte de multilaterales, BID y OPIC. Ellos tienen ciertas exigencias con las contrapartes a quienes les prestan, no solamente de gobernanzas corporativas sino también con ordenanzas medioambientales. Te comento esto porque las cuestiones medioambientales están desde el comienzo de la compañía. No es algo nuevo para la compañía. Todas las construcciones de plaza tienen algún tipo de certificación del tipo EDGE

Sergio Cohen: Agregó más, y es que muchísimos de los inversores que tuvieron la primera ON, estuvieron felices con la ON al momento de re-etiquetarse.

Durante la extensa entrevista que duró aproximadamente 1:20 hs. pudo revelarse que muchas compañías vienen incorporando principios de sostenibilidad y gobernanza previamente al marco regulatorio de la CNV. Esto es debido a una búsqueda por parte de las empresas en alinearse a la tendencia global de finanzas sostenibles.

Panel BYMA SVS

Durante el último año (2020) en el mercado argentino se emitieron obligaciones negociables por un importe equivalente a 2.629 millones de dólares de los cuales solo 120 millones fueron etiquetados como SVS. Esto representó menos del 5% del total de ON emitidas durante el 2020 (Comisión Nacional de Valores, 31/05/2021, Obligaciones Negociables [base de datos]).

Las emisiones de Bonos Verdes listadas en BYMA a marzo 2021 fueron 6. Del presente panel debe tenerse en cuenta que la primera ON en listarse fue un re-etiquetamiento, y por lo tanto la demanda que invirtió en dicha ON en el mercado primario no podría considerarse genuina a los efectos del estudio del presente trabajo.

Emisiones SVS listadas en BYMA a Febrero 2021									
Tipo	Instrumento	Ticker	Emisor	Importe	A moneda constante USD	Plazo	Tasa	Segunda Opinión	
Verde	ON	PZC10	Plaza Logística S.R.L.	USD 27.062.528	27,062,528.00	3 años	6,25%	Vigeo Eiris	
Social	ON	BCIUN	Banco Ciudad de Buenos Aires	ARS 3.999.999.950	50,620,095.55	30 meses	1,80%	SMS Buenos Aires	
Verde	ON	OMC10	ON CP Manque S.A.U. Y CP Los Olivos S.A.U.	USD 35.160.000	35,160,000.00	3 años	0,00%		
Verde	ON	OMC20	ON CP Manque S.A.U. Y CP Los Olivos S.A.U.	ARS 1.109.925.000	14,998,986.49	1 año	0,97%		
Social	FF	FE01A	FF FECOVITA	USD 3.000.000	3,000,000.00	1 año	2%	SMS Buenos Aires	
Sustentable	ON	PZC60	Plaza Logística	UVA 26.576.111	20,177,110.19	3 años	2,48% + UVA	Vigeo Eiris	
totales					151,018,720.22				

Gráfico 5 - Panel BYMA SVS - valores de deuda listados.

Demanda diferenciada.

Una vez estructurado y conocido el mercado cabe preguntarse ¿Es la demanda de Bonos Verdes diferente a la demanda de bonos convencionales? Existen un gran número de estudios que pretenden responder esta pregunta. Los pioneros en esta hipótesis fueron Fama y French (2007) quienes en sus estudios de mercado realizado en 2007 a nivel global, llegaron a la conclusión de que la demanda de activos financieros además de criterios de rendimiento y riesgo, podría explicarse por motivos distintos a la maximización de la rentabilidad (Fama & French, 2007) .

Posteriormente, otro estudio destacado en responder si existe una demanda diferenciada para Bonos Verdes fue el trabajo de Reboredo, Quintela y Otero denominado “Do investors pay a Premium for going green? Evidence form alternative energy mutual funds” (2017) en dónde se compara el rendimiento de fondos asociados a proyectos de energía renovable con el rendimiento de fondos de energía convencionales. La conclusión de este estudio fue favorable al mercado de Bonos Verdes, ya que según estos autores los inversionistas están dispuestos a pagar una prima por asignar sus fondos a proyectos de energía renovable. Puntualmente concluyeron que el rendimiento de los fondos destinados a energía alternativa es inferior en 13 bp (basis points o puntos base) en el caso de fondos en euros y en 26 bp en el caso de fondos en dólares en comparación con un fondo de igual características destinado a financiar energía tradicional (Reboredo, et al., 2008).

Según el reporte Climate Bonds Initiative para el año 2020 (“Green Bond Pricing in the primary market July – December 2020”) de las emisiones primarias en euro a nivel global el 70% de los Bonos Verdes lograron una sobre suscripción mayor que los equivalentes convencionales o vanilla bonds. La sobresuscripción promedio fue 4.2x para Bonos Verdes y 2.9x para equivalentes vainilla bonds. La compresión de la tasa promedió 24 bp para los Bonos Verdes y 21 bp para los bonos vainilla.

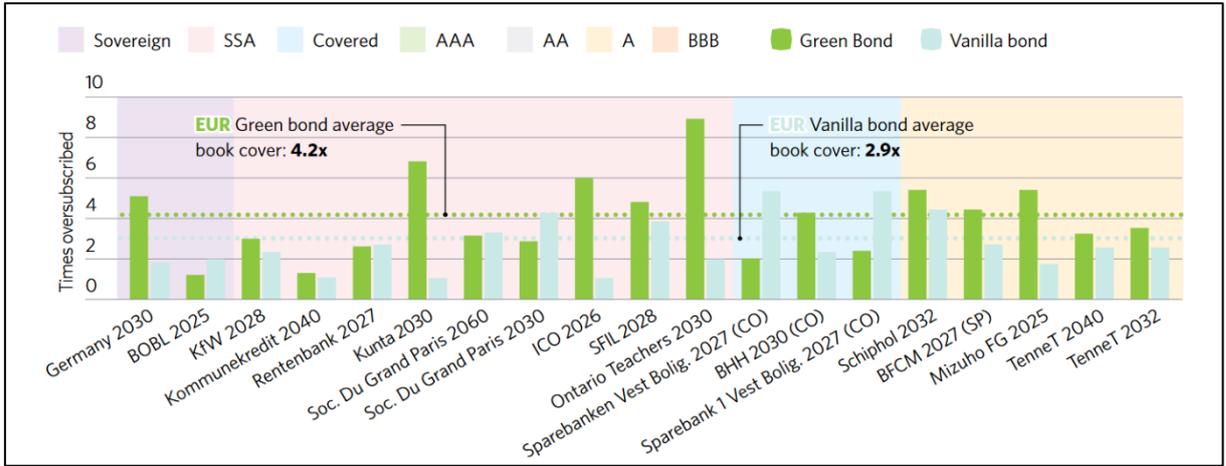


Ilustración 9 - Promedio de compresión y sobredemanda para emisiones primarias en euros de bonos con certificación CBI. Fuente: CBI

En el mismo reporte de CBI, se realiza la comparación entre Bonos Verdes y bonos convencionales para emisiones en dólares. La sobresuscripción promedio para este mercado fue de 3.5 veces para Bonos Verdes y 3.3 veces para su equivalente en vanilla bonds. La compresión del diferencial promedió 25 bp para los Bonos Verdes y 27 bp para los bonos tradicionales.

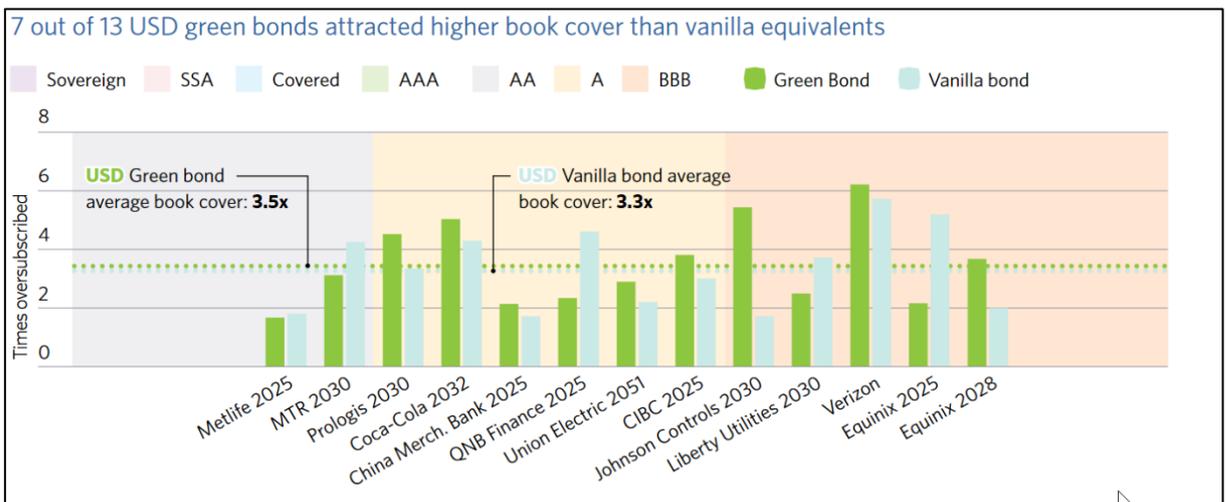


Ilustración 10 - Comparación de Bonos Verdes CBI en dólares con el resto del mercado. Fuente: CBI

Metodología

La mayor parte de la literatura internacional que estudia los diferenciales de rendimientos de bonos y obligaciones negociables verdes basan sus métodos en modelos estructurales, es decir en la regresión de un gran número de variables de instrumentos y la comparación con equivalentes emisiones tradicionales. (por ejemplo, Blume, Keim y Patel, 1991; Campbell y Taksler, 2003).

Los resultados de los estudios referidos en la sección previa corresponden a mercados globales, realizados por Climate Bonds Initiative e International Capital Market Association. En la mayoría de los casos se concluyó que existe una demanda diferenciada por ese tipo de bonos a nivel internacional, en particular cuando los Bonos Verdes cuentan con una certificación.

Además, estos estudios cuentan con la ventaja de que el mercado de Bonos Verdes a nivel global cotiza también en el mercado secundario, lo que les permite tener series de tiempo suficientemente ricas para realizar estimaciones y definir a través de modelos, las preferencias entre un tipo de bono y otro.

En el caso del presente trabajo se presenta la limitante de que, las emisiones de Bonos Verdes en Argentina han sido muy pocas. Además, los inversionistas mantienen por lo general la tenencia de Bonos Verdes hasta el vencimiento, por lo que su comercialización en el mercado secundario es prácticamente nula.

Dadas estas limitantes, para comprobar (o rechazar) la hipótesis de una demanda diferenciada por un bono verde y otro convencional, el estudio previsto se basará en el análisis comparativo como principal herramienta. Se pretenderá establecer regularidades y patrones en la demanda de valores negociables SVS a través del análisis de semejanzas y diferencias de las distintas variables de las emisiones. El período fijado para dicho análisis es el comprendido desde la sanción de la resolución general 788/2019 de la CNV el

20/03/2019, y la fecha de finalización de investigación y redacción del presente trabajo de maestría en febrero de 2021.

La principal fuente de recolección de datos será la provista por la Comisión Nacional de Valores, en donde se encuentran los prospectos y resultados de las emisiones de obligaciones negociables y Fideicomisos Financieros.

También se prevé realizar entrevistas a los principales actores en el proceso de colocación, como por ejemplo a colocadores, y estudios jurídicos asesores.

Objetivo específico	Fuente primaria de datos/ Instrumento de recolección	Población/muestra	Técnicas de procesamiento
Medición de ratios que revelen la demanda por bonos SVS	Comisión Nacional de Valores	Colocaciones de obligaciones negociables y fideicomisos financieros entre 20/03/2019 y 28/02/2021	Análisis comparativo.
Analizar la facilidad de salida a mercado de valores negociables	Entrevista con la Dra. Carina Fedra Egea titular de Portfolio S.A.		Entrevista
Analizar la facilidad de salida a mercado de valores negociables	Entrevista a Sergio Cohen, Gerente Financiero de Plaza Logística.		Entrevista
Analizar la facilidad de salida a mercado de valores negociables	Entrevista con Cynthia Sileo Subgerente de Banco de Valores.		Entrevista

Desarrollo

El análisis a realizar durante el desarrollo del presente trabajo, se basará en la comparación del ratio de sobredemanda y la tasa informada en el prospecto referente a Obligaciones Negociables y Fideicomisos Financiero SVS (en adelante ON SVS). Esta comparación se realizará en función de las variables de riesgo, duration, moneda y fecha de colocación.

Se comenzará con Obligaciones Negociables desde una comparativa general para el instrumento, en donde se relajan estas variables enumeradas en el párrafo anterior. Posteriormente se reducirá el tamaño de la muestra con el fin de intentar seleccionar muestras con igualdad de variables.

Posteriormente se realiza el mismo análisis, pero cambiando el tipo de instrumento, y realizando las comparaciones con Fideicomisos Financiero en adelante FF.

Las comparaciones se realizarán en 6 ejercicios, comenzando desde escenarios generales, es decir relajando todas las variables de las muestras, hasta escenarios comparativos más estrictos en los que se busca la mayor similitud entre el instrumento SVS e instrumentos de deuda tradicionales.

Sobredemanda

La principal variable para este análisis comparativo será la sobredemanda (en adelante SD) durante la salida al mercado de los instrumentos. Se define la sobredemanda como el exceso del monto demandado por los inversores durante la salida al mercado primario tomando como base el monto autorizado para la emisión. Estos importes se publican en el aviso de resultados de la licitación de la obligación negociable, por lo que son de libre acceso y se puede contar con esa información para todas las emisiones.

$$SD = \frac{\text{Monto Demandado}}{\text{Monto Autorizado}}$$

Como se comentó previamente la comparación de sobredemandas en cada emisión se realizará por tipo de instrumento de deuda, es decir obligaciones negociables en primer lugar y posteriormente Fideicomisos Financieros.

Obligaciones Negociables SVS

Como *primer análisis comparativo* se procede con las colocaciones de ON SVS con ON convencionales. Para esto se selecciona la ON emitida por Plaza Logística S.R.L. el 19 de febrero 2021, la misma es la segunda ON emitida por esta compañía y contó con la segunda opinión de FixScr.

Como contraparte se selecciona una muestra de ON emitidas en el mismo mes. Durante febrero 2021 se emitieron 17 Obligaciones negociables de 9 distintos emisores. En este primer análisis, se prescinde de la homogeneidad para las variables de: tasa del prospecto, duration y moneda de emisión.

Intentado homogeneizar la muestra se retiran las ON ofrecidas como posibilidad de canje de vencimientos anteriores, como las emitidas por YFP S.A.

Finalmente, como puede verse en la “ Tabla 3- Muestra de ON para Análisis 1”, la muestra de comparación para este primer análisis de demanda queda definida por 11 ON, de 6 diferentes emisores, en tres tipos de monedas.

Muestra 1							
DENOMINACIÓN	MONEDA	MONTO AUTORIZADO	Monto autorizado valores constantes USD	CUPÓN	MONTO OFERTADO	SOBREDEMANDA	CALIFICACIÓN
ON Tecpetrol S.A. Clase IV	USD	6.510.000	6.510.000,0	tasa fija 4%	19.062.503	2,9	AAA (FixScr.S.A.)
NEWSAN S.A. Clase 7	ARS	750.000.000	8.479.366,9	Badlar + Margen	1.244.162.756	1,7	A2 (FixScr.S.A)
MERANOL CLASES 12 Y 13 (pyme)	Clase 12: ARS	900.000.000	2.261.164,4997	Clase 12 Badlar +spread	45.000.000	0,0500	BBB+ (FixScr.S.A.)
MERANOL CLASES 12 Y 13 (pyme)	Clase 13:USD LINK	855.000.000	2.261.164,4997	Clase 13 tasa fija	4.985.959	0,0058	BBB+ (FixScr.S.A.)
ON Pan American Energy Clase 9	USD	30.000.000	30.000.000,0000	0.7 años	70.514.115	2,3505	AAA (FixScr.S.A.)
ON Pan American Energy Clase 8	ARS	3.000.000.000	33.917.467,5	Clase VII tasa fija 4,75% Clase IX tasa fija	4.500.798.441	1,5	AAA (FixScr.S.A.)
ON Tarejeta Naranja S.A. Clase XLVI	ARS	1.000.000.000	11.305.822,5	Badlar + spread	6.030.500.000	6,0	A1 (FixScr.S.A.)
ON San Miguel A.G.I.C.I S.A Clase A y B	USD LINK	160.000.000	1.808.931,6	Tasa fija	67.311.899	0,4	Clase A A2 Clase B A (FixScr.S.A)
ON San Miguel A.G.I.C.I S.A Clase A y B	USD LINK	145.000.000	1.639.344,3	Tasa fija	48.875.289	0,3	Clase A A2 Clase B A (FixScr.S.A)
ON Rogiro Aceros S.A. Serie II (pyme)	ARS	150.000.000	1.695.873,4	Badlar + spread	470.500.000	3,1	BBB+ (FixScr.S.A.)
ON Plaza Logística S.R.L Clase VI	UVA	1.800.000.000	20.350.480,5	Tasa fija	5.754.664.007	3,2	A+ (FixScr.S.A.)
ON Red Surscos S.A. Serie V	USD LINK	5.000.000	5.000.000,0	Tasa fija	3.320.769	0,7	BBB+ (FixScr.S.A.)
Promedio		733.459.167	10.435.801		1.521.641.312	2	

Tabla 3- Muestra de ON para Análisis 1

Gráfico 6- Comparación sobredemanda riesgo para ON SVS”, se representa gráficamente la primera comparación, mediante la relación entre la sobredemanda y la calificación crediticia.

A primera vista, el resultado no muestra una demanda claramente diferenciada para la ON SVS. Como puede apreciarse para igual riesgo (A FixScr) y similares montos autorizados, la demanda para “ON Plaza Logística S.R.L Clase VI” fue un 53% inferior a por ejemplo la obtenida por “ON Tarjeta Naranja S.A. Clase XLVI”.

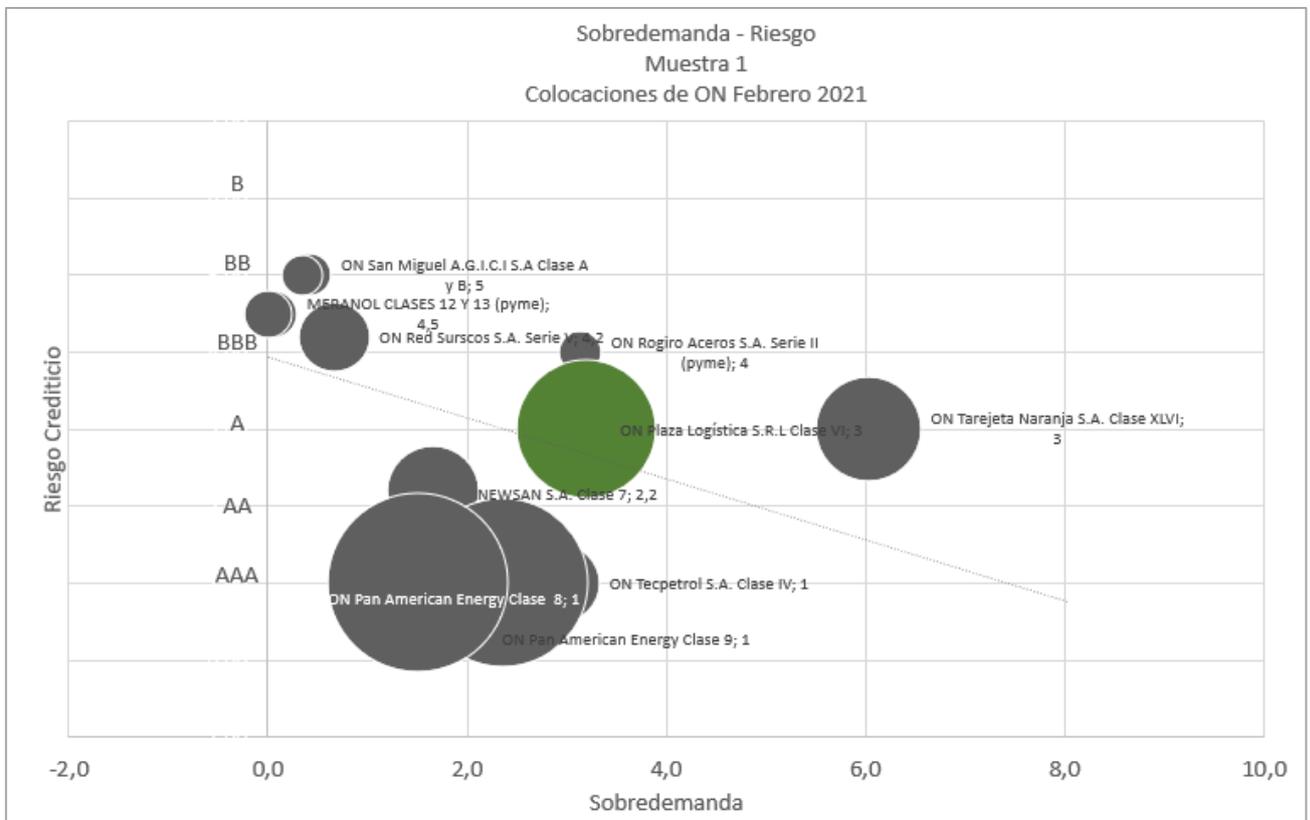


Gráfico 6- Comparación sobredemanda riesgo para ON SVS

Sin embargo, si la comparación se realiza con el promedio de ON emitidas en febrero 2021, puede afirmarse que la sobredemanda de la “ON Plaza Logística SRL Clase VI” (3,2 de sobredemanda) se encuentra un 60% por sobre el promedio que fue de 2. Este mismo análisis puede afirmarse para el monto captado por la ON SVS, teniendo en cuenta que logró captar el doble de la media.

Como segundo análisis comparativo se homogeniza la muestra a seleccionar, reduciendo la misma a colocaciones de igual: rendimiento ofertado en prospecto, similar duration (un rango de +/- 6 meses) e igual moneda de colocación “unidad de valor adquisitivo” (UVA). Para poder seleccionar una muestra de tales características se relaja la variable de la fecha de colocación, ampliando la selección solo las ON emitidas en el mismo año.

Se pretende revelar si ante la igualdad de estas características en el mismo año, existe una preferencia de los inversionistas por instrumentos SVS.

Durante la selección de la muestra se presenta la particularidad de que algunas de las licitaciones contenidas en la segunda muestra, realizaron licitaciones en dos tramos en donde el segundo tramo fue en UVA. Tal es el caso de la ON de “Vista Oil & Gas”. Para estos casos, se realiza el cálculo de “monto autorizado” como el remanente luego del monto alcanzado en el primer tramo. Por ejemplo, para la ON YPF S.A. Clase XIX, la autorización por parte de la CNV correspondía a USD100.000.000, de lo cual se obtuvo en el primer tramo USD75.551.034 y la sobredemanda para el segundo tramo de la subasta se calculó tomando como base los USD24,448,966.00 restantes.

Finalmente, la muestra de comparación queda reducida a 5 ON que cuentan con las características homogéneas para el periodo de tiempo comprendido por el primer trimestre 2021. El detalle de la muestra para este Análisis 2 se detalla en la Tabla 4.

Como factor favorable en la comparación a llevar a cabo, se presenta la homogeneidad en las calificaciones, que se encuentran comprendida entre AA+ y A, y todas evaluadas por FixScr excepto “ON YPF S.A. Clase XIX” que fue calificada por Moody’s.

Muestra2 de ON SVS											
FECHA	DENOMINACIÓN	MONEDA	MONTO AUTORIZADO en USD	número de ofertas	Ofertas en USD	Emitido	Sobre demanda	Rendimiento	DURATION	CUPÓN	CALIFICACIÓN
30/3/2021	ON IRSA Inversiones y Representaciones S.A. Clase XII	UVA	5.000.000,00	49	47.949.763,81	45.417.327,16	9,59	4,00%	36 meses	Tasa fija	A (FixScr.S.A.)
18/1/2021	ON Telecom Argentina S.A. clase IIX	UVA	17.611.835,15	150	112.595.136,20	1.568.967,36	6,39	4,00%	3,74 años	Tasa fija	AA+ (FixScr.S.A.)
8/3/2021	ON Vista Oil & Gas Argentina S.A.U Clase VIII	UVA	7.628.631,00	63	36.372.832,00	7.163.456,00	4,77	3,50%	42 meses	Tasa fija	A+ (FixScr.S.A.)
19/2/2021	ON Plaza Logística S.R.L Clase VI	UVA	20.177.110,19	94	64.506.938,76	20.177.110,19	3,20	2,48%	42 MESES	Tasa fija	A+ (FixScr.S.A.)
Promedio				89	65.356.167,69	18.581.715,18	5,99	3,50%			

Tabla 4- Muestra de ON SVS Análisis 2

Como puede observarse “Tabla 4- Muestra de ON SVS Análisis2” las ON se encuentran ordenadas en forma descendente por el rendimiento, con un promedio de 3.50%. Como punto favorable en este ejercicio comparativo, y solo para esta muestra en particular, se dispone de la cantidad de ofertas como método comparativo del tipo de demanda.

El Gráfico 7, representa la relación riesgo crediticio (dado por la calificación crediticia) y la sobredemanda. Nuevamente en un intento de homogeneizar la muestra se retiran las ON ofrecidas como posibilidad de canje de vencimientos anteriores, como las emitidas por YFP S.A.

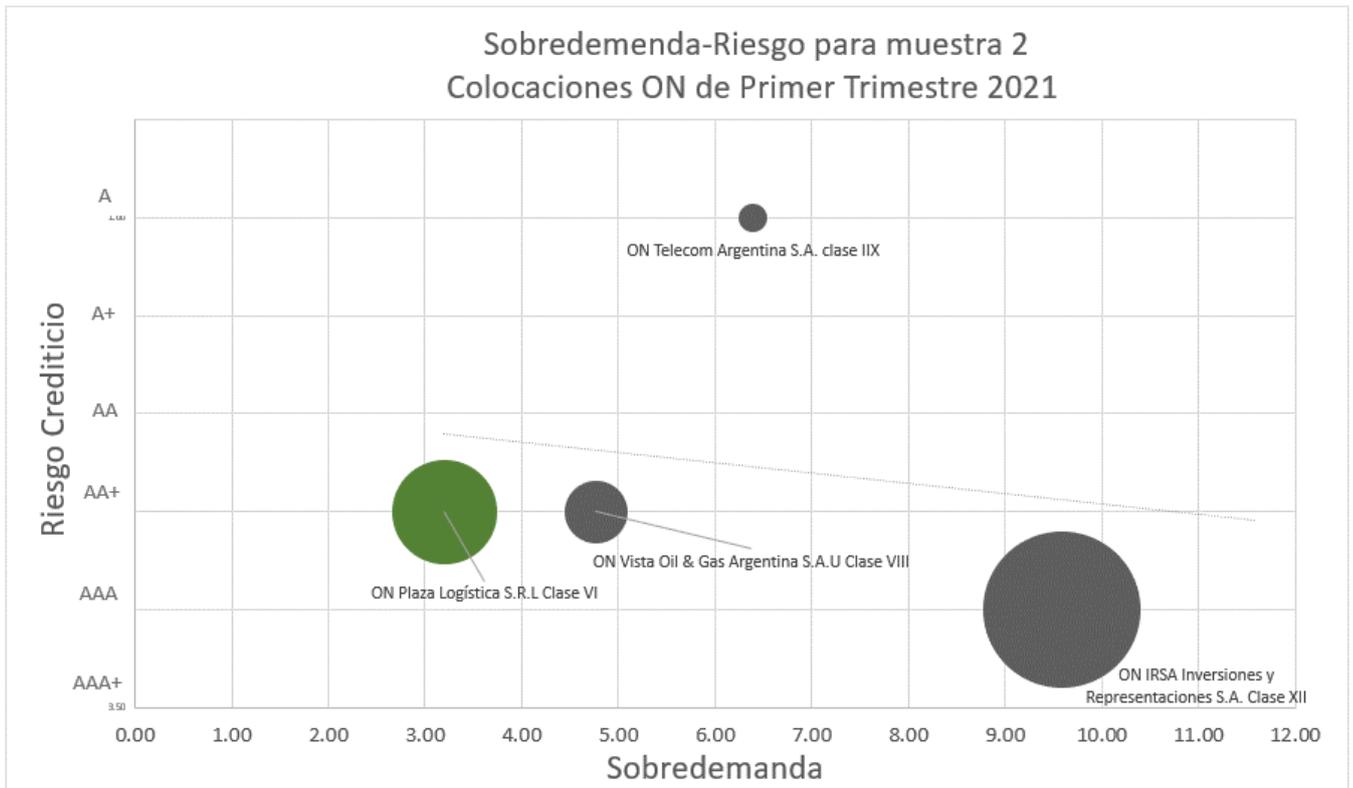


Gráfico 7 - Relación riesgo - sobredemanda para muestra 2

En este segundo ejercicio comparativo, la sobredemanda es particularmente baja en comparación con la muestra de ON tradicionales, teniendo en cuenta la buena calificación crediticia de Plaza Logística. Se presenta nuevamente el hecho, de que la ON de “Plaza Logística” sale en busca de un monto alto en comparación con las ON de “Vista Oil & Gas” y “Telecom Argentina”. Teniendo en cuenta esto último, el ratio de sobredemanda de la ON SVS en cuestión podría haber sido afectado por el elevado monto autorizado.

De este gráfico se evidencia la preferencia de los inversionistas por el bajo riesgo por sobre la etiqueta SVS. Esto se concluye de comparar la ON SVS con ON IRSA, ya que esta última captó un monto mayor con una sobredemanda 10 veces superior.

Desde el punto de vista del riesgo crediticio, Plaza Logística SVS se presentaba como una opción de bajo riesgo para los inversores teniendo en cuenta las emisiones amortizadas exitosamente. Entonces, ¿Podría deberse la baja sobredemanda de Plaza Logística a la baja tasa de prospecto? El siguiente análisis propone resolver esta incógnita.

Como **tercer análisis comparativo**, la relación a tener en cuenta es la Sobredemanda – Rendimiento para la muestra 2. Como puede observarse en el Gráfico 8, se representa gráficamente la relación sobredemanda - rendimiento y también se representa el tamaño de los montos captados por el tamaño de los círculos.

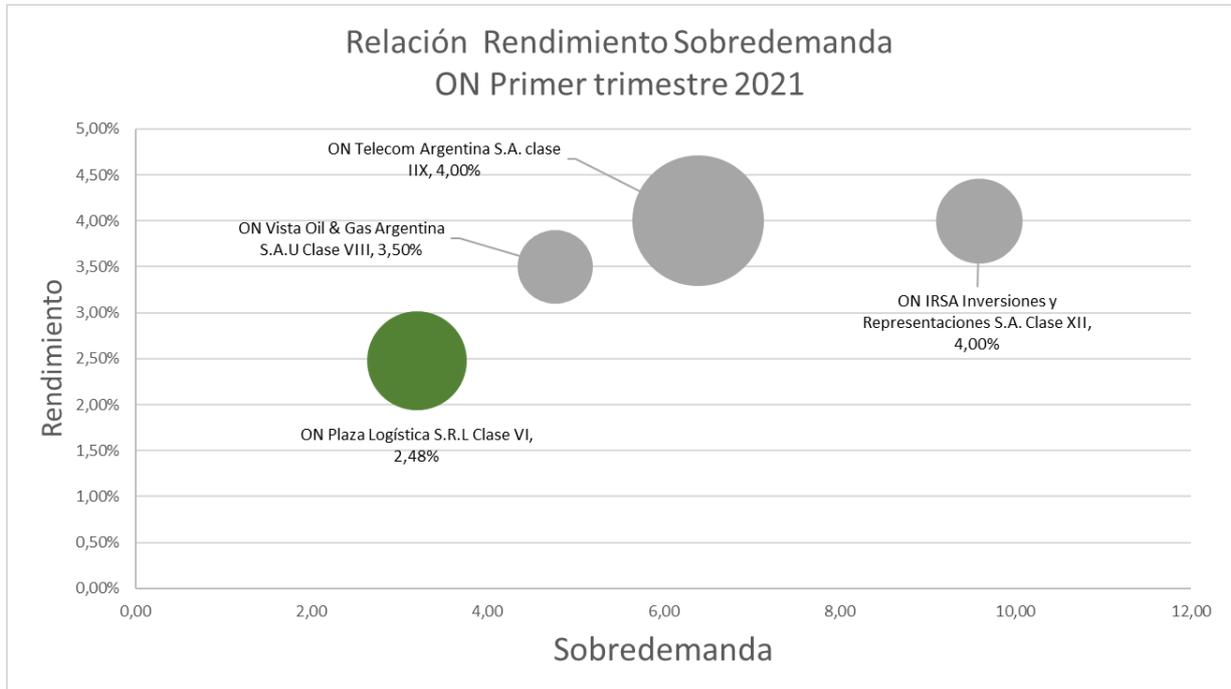


Gráfico 8- Relación rendimiento sobredemanda ON SVS análisis 3

Plaza Logística emitió un volumen de U\$D 64.506.938, que resultó el segundo mayor después del emitido por Telecom Argentina S.A. Con respecto a la tasa se observa que es la más ajustada, es decir logró colocar el segundo mejor volumen a la mejor tasa.

En una comparación con la media de la muestra, se observa una tasa 100 basis points menor en comparación con el 3.50% de promedio con que se emitieron el resto de las ON. Con respecto al ratio de sobredemanda de 3.2, el resultado no es concluyente ya que fue un 38% inferior al promedio que fue de 5.21.

En una primera conclusión se puede deducir que Plaza Logística logró captar un monto similar al promedio y a mejor tasa, y que esto podría ser a causa de una preferencia por el bajo riesgo crediticio por parte de los inversionistas. Entonces no se puede afirmar aún la presencia de otro factor más allá del rendimiento y el riesgo como variable que posibilita captar el monto autorizado.

En un intento de revelar las preferencias de los inversionistas por obligaciones negociables SVS, se introduce el ratio adicional del número de ofertas. Para este análisis de observa que la cantidad de ofertas recibidas durante la subasta por Plaza Logística (94), si bien fue superior, no resulta concluyente ya que solo es superior en un 10% con respecto al promedio (85).

Se puede hacer una primera aproximación a la hipótesis planteada afirmando que de existir un sector de la demanda de ON que hubiese estado particularmente interesado en la etiqueta SVS y que solo licitó por su etiqueta SVS, es muy pequeño pues no fue lo suficientemente grande como para aumentar el ratio de sobredemanda más allá de la tendencia del sector tradicional que busca rendimiento.

Fideicomisos Financieros

Se procede a realizar un cuarto análisis comparativo, esta vez de un Fideicomiso Financiero SVS con una muestra de Fideicomisos Financieros tradicionales. En diciembre de 2020 se realizaron 9 colocaciones de Fideicomisos financieros, según la información obtenida en la página de CNV. De esta muestra, el Fideicomiso SVS seleccionado para el análisis es el emitido por “Fecovita” (Ticker FE01A), con etiqueta Social. El mismo cuenta con la segunda opinión de SMS Buenos Aires.

En este análisis comparativo se selecciona una muestra de Fideicomisos tradicionales emitidos en fechas similares (diciembre 2020), y se relaja las variables de moneda de colocación, calificación crediticia y duration.

La muestra resulta compuesta de 8 Fideicomisos con un total de 19 tramos colocados en diciembre de 2021. Los montos autorizados se reexpresaron en moneda constante (USD). Para esto se utilizó el tipo de cambio informado por el banco central para el día de la colocación, se desestimó el impuesto país (Ley 27.541) y el 35% recargo a cuenta de Ganancias y Bienes Personales.

Se presenta detallada la muestra 3 en la siguiente, junto con el promedio de la muestra para monto y sobredemanda.

Muestra 3 de Fideicomisos Financieros emitidos en Diciembre 2020

Fecha	Montos autorizados en U\$D	Denominación	Tipo de Valores Fiduciarios	Sobredemanda	Calificación FIXScr S.A.
23-Dec	1,111,389	Fiducar XII	VDFA	1.81	AAA
23-Dec	54,577	Fiducar XII	VDFB	1	A+
21-Dec	7,504,817	Megabono Crédito 232	VDFA	1.45	AAA
21-Dec	1,324,379	Megabono Crédito 232	VDFB	1.45	AA
17-Dec	2,340,824	Insuagro VII (PYME)	VDFA	1.96	AA
17-Dec	663,233	Insuagro VII (PYME)	VDFB	0.96	A
15-Dec	2,405,996	Red Mutual 57 (Pyme)	VDFA	1.46	AA
15-Dec	189,043	Red Mutual 57 (Pyme)	VDFB	1	BBB
15-Dec	670,242	Red Mutual 57 (Pyme)	VDFC	1	CCC
14-Dec	1,877,840	Secubono201	VDFA	1.44	A
14-Dec	164,311	Secubono201	VDFB	1	BBB+
14-Dec	70,419	Secubono201	VDFC	1	BBB
11-Dec	7,471,948	Megabono 235	VDFA	1.5	AAA
11-Dec	1,436,913	Megabono 235	VDFB	1	AAA
11-Dec	526,868	Megabono 235	VDFC	1	AA
9-Dec	3,391,829	Agro Soluciones DVA II	VDFA	1.18	A1+
9-Dec	651,410	Agro Soluciones DVA II	VDFB	0.46	BBB
3-Dec	3,000,000	Fecovita	VDFA	4.06	AA
1-Dec	2,155,455	Red Surcos XI (pyme)	VDFA	1.36	A1+
1-Dec	215,546	Red Surcos XI (pyme)	VDFB	1	A1
Promedio	1,861,352			1.35	

Tabla 5- Muestra Fideicomisos financieros SVS Análisis 3

Se grafica la muestra 3 en el Gráfico 9. Como puede observarse el tamaño de los círculos representa nuevamente el monto autorizado.

Como primera observación en este ejercicio comparativo, puede afirmarse que el monto colocado por “Fecovita” fue un 60% superior a la media y la sobredemanda fue 4 veces superior a la media.

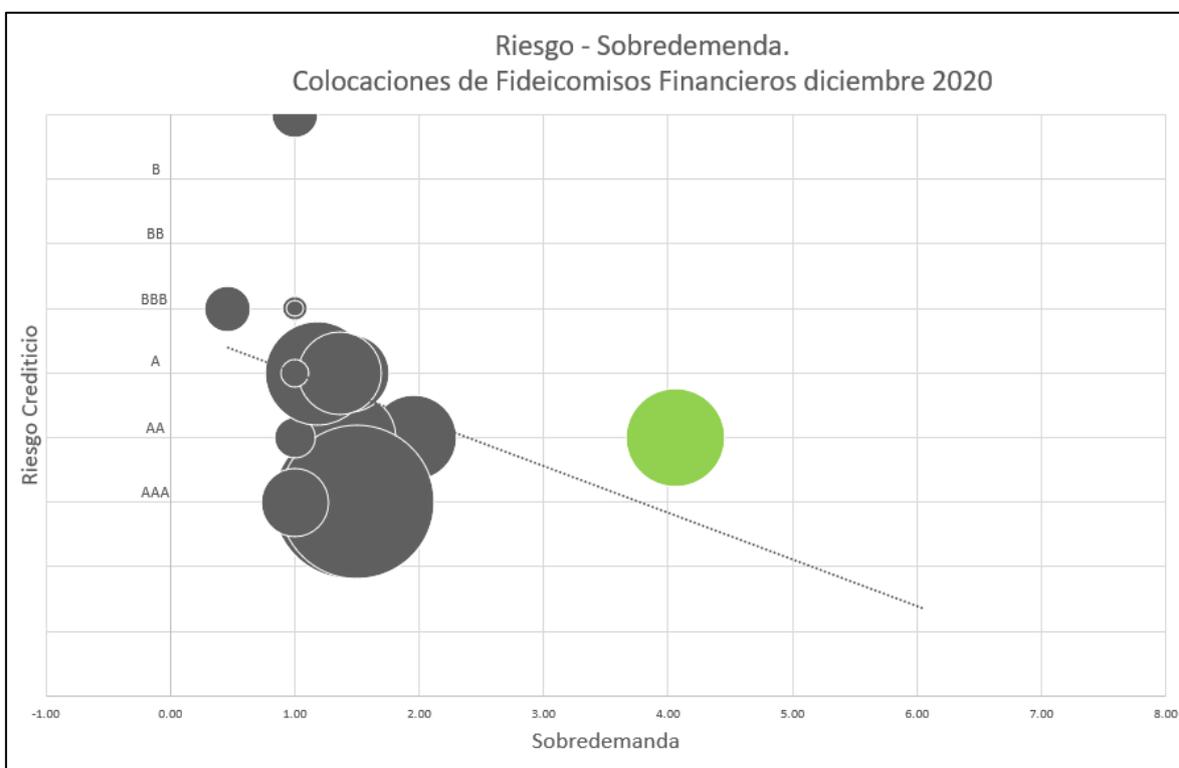


Gráfico 9- Gráfico Riesgo crediticio - sobredemanda para FF – Análisis 3

A diferencia del resultado obtenido en el ejercicio 1 y 2, la demanda para FF SVS desobedeció la tendencia que se presenta con el resto de los FF y se presentó muy sensible a la etiqueta SVS más allá del riesgo crediticio.

Como puede observarse en el Gráfico 9, es posible afirmar que para esta comparación realizada con la muestra 3, a iguales niveles de riesgo crediticio la demanda para el Fideicomisos SVS fue más del doble. Es decir, desobedece la tendencia marcada por el riesgo crediticio.

Cabe preguntarse entonces, ¿Se debe la sobredemanda netamente al etiquetado SVS? Se intentará despejar esta incógnita mediante el siguiente y quinto análisis comparativo.

Como **quinto análisis comparativo** se intentan homogeneizar las variables de la muestra para encontrar una muestra lo más similar al FF Fecovita.

En este caso se selecciona una muestra compuesta por un solo Fideicomisos financiero. La contraparte convencional seleccionada es “Insuagro VII”, por la igualdad en el tipo de moneda (dólares americanos), una duration similar de largo plazo (10,4 VDFA y 13,20 VDFB) e igual calificación de riesgo AA (FixScr S.A.).

Otra variable no menor por la que se selecciona este Fideicomisos como contraparte, es la similitud en los importes autorizados por la CNV, de USD 3.000.000 millones para el FF SVS y de USD 3.901.737 para el bono convencional. Es decir que, en este último ejercicio comparativo también homogeniza los montos a captar en el mercado como variable de modificación de la demanda.

En la Tabla 6 se presentan las principales características de los Fideicomisos a comparar: monto autorizado, monto ofertado, duration, riesgo y sobredemanda.

Muestra 4 de Fideicomiso Financiero SVS													
FECHA	DENOMINACIÓN	FIDUCIARIO	MONEDA	VALOR DE DEUDA	MONTO AUTORIZADO	DURATION	CUPÓN	MONTO OFERTADO	SOBREDEMANDA	OFERTAS RECIBIDAS	TASA DE CORTE	TNA	CALIFICACIÓN
17-dic	Insuagro VII (PYME) A	Rosario Fiduciaria S.A.	USD	A	2.340.824	10,40	VDFA: FIJA 3%	4.576.400,00	1,96	49	00,00	3%	VDFA: AA (FixScr.S.A.)
			USD	B	663.233	13,20	VDFB: FIJA 4%	635.000,00	0,96	5	7%	4%	VDFB: A (FixScr.S.A.)
3-dic	Fecovita	Banco de Valores S.A.	USD	A	3.000.000	9,77	VDFA: FIJA 2%	12.177.800,00	4,06	69	00,00	2%	VDFA: AA (FixScr.S.A.)

Tabla 6 - Muestra de FF para Análisis 5

Se procede a graficar la muestra 4 en el "Gráfico 11 - Gráfico para quinto análisis comparativo", en donde se representa la relación entre el riesgo crediticio y la sobredemanda. Nuevamente el tamaño de los círculos es el monto autorizado. No se grafica el tercer tramo de la subasta de Insuagro, ya que corresponde a las obligaciones que se emiten como garantía.

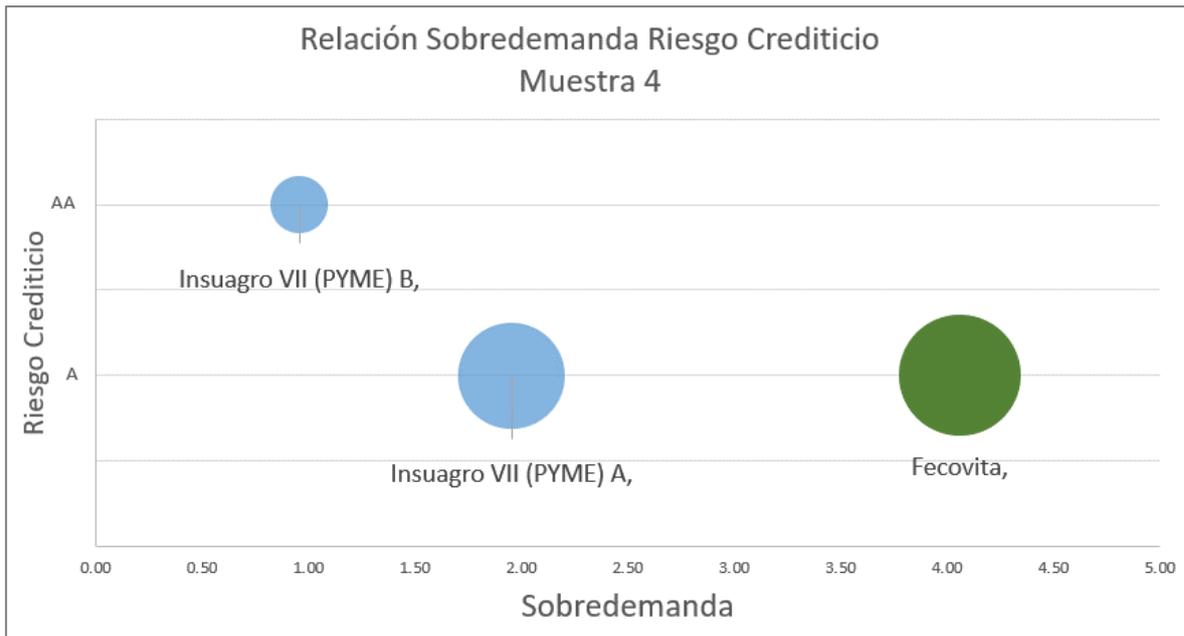


Gráfico 11 - Gráfico para quinto análisis comparativo

En este quinto ejercicio comparativo el resultado es relevante: sí es posible encontrar una diferenciación en la demanda por parte de los inversionistas para adquirir un FF SVS respecto a uno convencional. Se observa que, a igual calificación el ratio de sobredemanda para Fecovita SVS (4.06) es un 104% superior que para el Fideicomisos convencional (1.96).

Como **sexto análisis comparativo**, se analiza la relación rendimiento-demanda. Se presenta la particularidad de que el FF SVS Fecovita ofrecía en prospecto una menor rentabilidad (2% nominal en UVA) en comparación con el 3% TNA en UVA ofrecido por Insuagro.

A continuación, puede observarse el gráfico correspondiente a este sexto análisis en “Gráfico 11 - Relación sobredemanda - Rendimiento muestra 4”, en donde se representa la sobredemanda en el eje x y la tasa ofrecida en prospecto en el eje y.

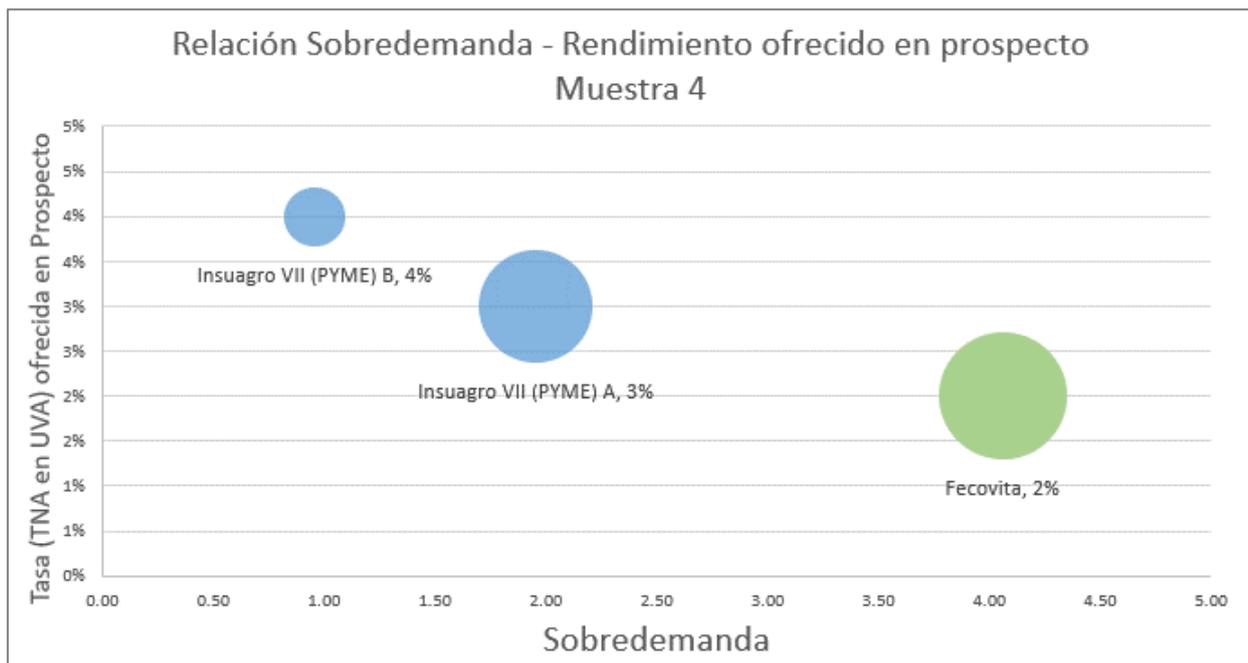


Gráfico 11 - Relación sobredemanda - Rendimiento muestra 4

En esta relación el resultado es aún más concluyente, se presenta el hecho de que a igualdad de calificación crediticia, los inversores mostraron preferencia por el instrumento SVS incluso si ofrecía un rendimiento levemente menor, con una sobredemanda tanto en importes como en cantidad de oferentes.

¿Podría decirse para este caso que los inversionistas reflejaron preferencias ambientales y sociales, aceptando un menor rendimiento?

Para completar el análisis con respecto al Fideicomiso Financiero Fecovita, que fue el primer Fideicomiso Social emitido en Argentina, se entrevistó a la Contadora y Licenciada en Administración de Empresas Cynthia Sileo quien es Subgerente de Fondos y Fideicomisos del Banco de Valores.

A continuación, algunas de las preguntas realizadas a la Contadora Sileo que ayudan a aclarar las conclusiones obtenidas.

Entrevistador: ¿Considera que existe una demanda preferencial por instrumentos SVS que permite comprimir la tasa?

Cra. Y Lic. Admin. Cynthia Sileo: “existe una demanda incipiente por este tipo de instrumentos, que a larga podría hacer bajar la tasa. Si dispones de una mayor cantidad de demanda, eso te permite alcanzar el monto autorizado eligiendo una tasa de corte más baja.”

Cra. y Lic. Admin. Cynthia Sileo: “Muchas veces no vas a ver una relación directa porque si las ofertas son con tasas muy altas, el emisor elige emitir un monto a veces menor al autorizado, pero con menor tasa.”

Con lo cual podría decirse que este quinto y sexto ejercicio comparativo no es del todo concluyente ya que para la relación sobredemanda-tasa el resultado del análisis comparativo podría no revelar la compresión potencial de la tasa, debido a que el resto de los instrumentos podrían haber concluido la subasta renunciando a captar mayores montos del mercado.

Conclusiones/reflexiones finales

A continuación, se presenta la “Tabla 7” que resume las afirmaciones o conclusiones parciales que se han podido obtener de los ejercicios comparativos realizados durante el desarrollo.

Resumen de conclusiones de ejercicios comparativos								
Análisis	Tipo de valor	Tipo de análisis	Muestra	fecha	Variables homogéneas en la muestra			afirmación / conclusión preliminar
					tasa prospec	duration	moneda	
1	ON	Sobredemanda - riesgo	muestra 1	mismo mes de febrero 2020	no	no	no	No se encuentra demanda diferenciada por sobre el riesgo crediticio.
2	ON	sobredemanda - riesgo	muestra 2	mismo año	si	si	si	No se encuentra demanda diferenciada por sobre el riesgo crediticio.
3	ON	sobredemanda - rendimiento	muestra 2	mismo año	si	si	si	En caso de existir impulso por parte de una demanda diferenciada fue muy pequeño pues no fue lo suficientemente grande como para aumentar el ratio de sobredemanda.
4	FF	sobredemanda - riesgo	muestra 3	mismo mes de diciembre 2020	no	no	no	Ante iguales niveles de riesgo crediticio la demanda para el fideicomiso SVS fue más del doble.
5	FF	sobredemanda - riesgo	muestra 4	mismo mes de diciembre 2020	si	si	si	Ante igual nivel de riesgo existe una mayor sobredemanda para bonos SVS.
6	FF	sobredemanda - rendimiento	muestra 5	mismo mes de diciembre 2020	si	si	si	Ante iguales niveles de rendimiento existe una mayor sobredemanda para bonos SVS.

* ON: Obligación Negociable

**FF: Fideicomiso Financiero

Tabla 7 – Resumen de conclusiones parciales

Si bien todo pareciera indicar que existe una demanda diferenciada de Bonos SVS, que permitiría al mercado atraer nuevos inversores, se presenta el hecho de que durante las emisiones en Argentina se contaba con expectativas devaluatorias muy fuertes, con lo cual todo instrumento con un riesgo aceptable que mitigara el riesgo de devaluación era tomado en su totalidad por el mercado.

Por lo tanto, los resultados no se consideran concluyentes como para afirmar que un bono SVS podría lograr una compresión de tasa de prospecto, si se presenta ante un bono tradicional de igual características.

Sin embargo, los resultados son concluyentes con respecto a la sobredemanda. Del análisis se desprende una sobredemanda superior a la media para Bonos SVS. En particular se presenta una mayor sensibilidad de la demanda a etiquetas SVS para Fideicomisos Financiero que para obligaciones negociables. Esto posiblemente se deba a que el impulso que puede otorgar la demanda de bonos SVS sea muy pequeño y no sea suficiente para modificar el ratio de sobredemanda en emisiones de altos montos.

Se puede concluir que, en emisiones de pequeños montos autorizados, como por ejemplo para el Fideicomiso Financiero analizado, el nicho de mercado demandante/inversor de bonos SVS logra otorgar un impulso tal, que dispara el ratio de sobredemanda por sobre la media esperada.

Finalmente se suma a la conclusión que durante toda la investigación se pudo percibir de manera no cuantitativa el gran impulso e interés que recibe el mercado SVS por parte de autoridades, emisores, inversores, y prensa especializada. Por lo que es de esperar que el mercado SVS tenga un fuerte crecimiento en los próximos años.

Referencias bibliográficas

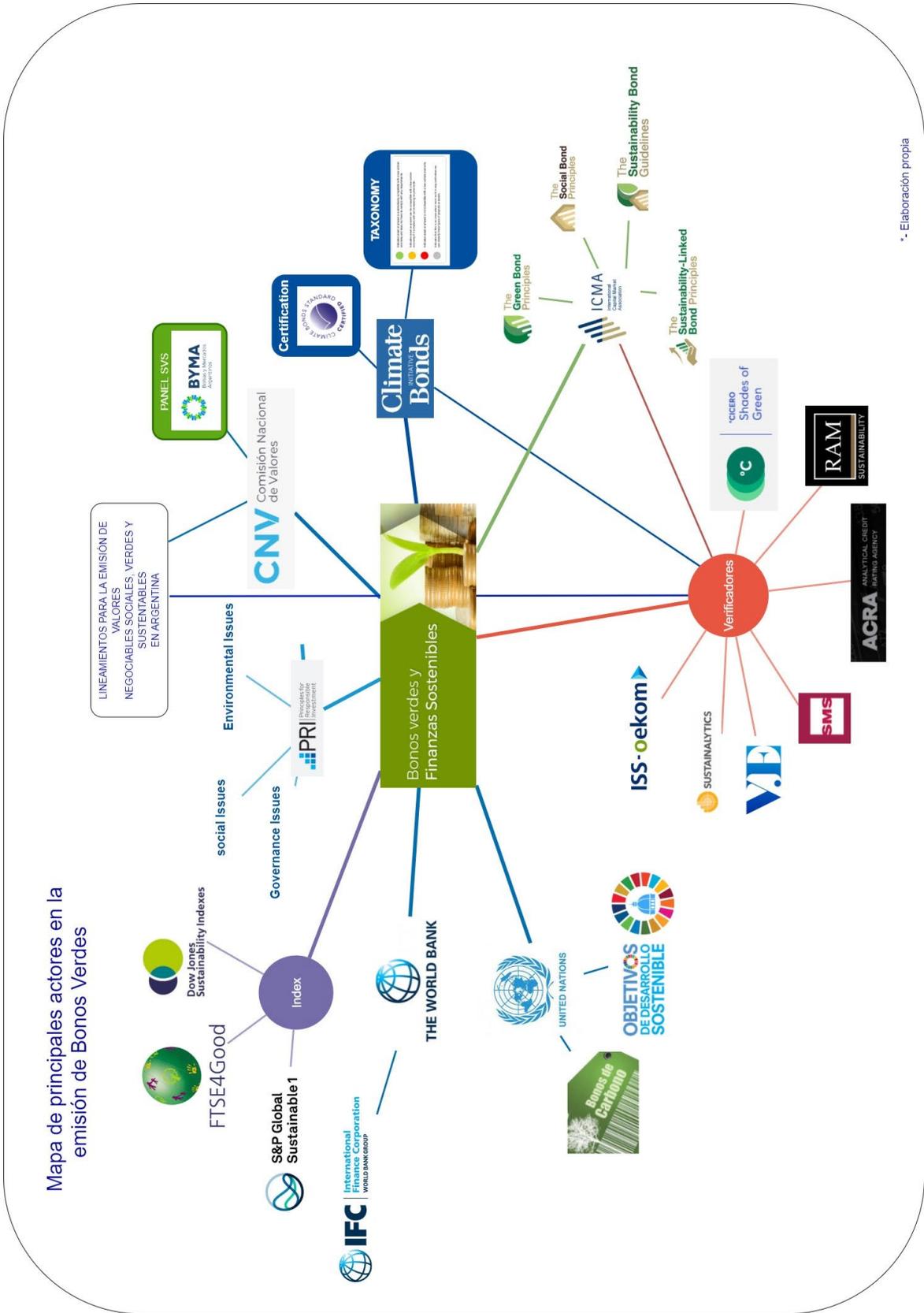
- *About the PRI*. (2020, July 6). PRI. <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>
- Alonso, A. (2019). Innovación financiera para una economía sostenible. *Documentos Ocasionales 1916*.
- Argadañona, A. (2020, April 17). <Http://09deac183ff04ae9922674f381d8168d.pages.ubembed.com/4d8f6f65-e015-4048-ac92-8ff45bd60f7f/> [Blog]. *Economía Ética y RSE*. <https://09deac183ff04ae9922674f381d8168d.pages.ubembed.com/4d8f6f65-e015-4048-ac92-8ff45bd60f7f/a.html?closedAt=0>
- Banco Europeo de Inversiones. (2007). *"EPOS II—The Climate Awareness Bond' EIB Promotes Climate Protection via Pan-EU Public Offering"*. http://www.eib.org/investor_relations/press/2007/2007-042-epos-ii-obligation-sensible-au-climat-labei-oeuvre-a-la-protection-du-climat-par-le-biais-de-son-emission-a-l-echelle-de-l-ue.htm?lang=en.
- Bolsa y Mercados Argentinos. (2019). *Guía de bonos sociales verdes y sustentables en el panel de byma*. BYMA. https://www.byma.com.ar/wp-content/uploads/dlm_uploads/2019/08/BYMA-BonosSVS-Guia.pdf
- *Breve historia de la inversión responsable—Inversores profesionales—Schroders*. (2016, November 28). Breve Historia de La Inversión Responsable. <https://www.schroders.com/es/es/inversores-profesionales/vision-de-mercado/global-investor-study/breve-historia-de-la-inversion-responsable-300-0001/>

- Cabrera Medaglia, J. A. (2003). *El impacto de las declaraciones de Rio y Estocolmo sobre la legislación y las políticas ambientales en América Latina*. Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho.
- Climate Bond Initiative. (2019). *Green bonds global state of the market 2019*.
- Climate Bonds Initiative. (2019). *Climate Bonds Standard Version 3.0*.
- Climate Bonds Initiative. (2021). *Sustainable debt global state of the market 2020*.
- Comisión Mundial sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo de Naciones Unidas. (1987). *Informe de la Comisión Mundial sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo “Nuestro futuro común.”*
- Comisión Nacional de Valores de la República Argentina. (2019). *Lineamientos para la emisión de valores negociables sociales, verdes y sustentables en Argentina*.
- European Commission (4 de octubre de 2016). «Paris Agreement to enter into force as EU agrees ratification».
- Fama, E., & French, K. (2007). Disagreement, tastes, and asset prices. *Journal of Financial Economics*, 83, 667–689.
- Goodstein, E. (2014). *Economics and the Environment*.
- ICMA Group. (2020, July 29). *Green, Social and Sustainability bonds*.
<https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/>
- ICMA Group. (2021, June). *Sustainable bonds database*.
<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/green-social-and-sustainability-bonds-database/#searchByCountryHold>
- International Finance Corporation. (2017). *S&p Down Jones Indices, Robecosam, IFC y MILA lanzan el índice DJSI MILA*.
<https://pressroom.ifc.org/all/pages/PressDetail.aspx?ID=25808>

- Jean-Jacques, L. (2008). *Externalities in New Palgrave Dictionary of Economics* (Vol. 8). Palgrave Macmillan.
- Lafferriere, R. (2008). *El Mecanismo de Desarrollo Limpio Del Protocolo de Kyoto*.
- Mesonada, C. S. J. (2012). *Economía de la Contaminación*.
https://baobab.uc3m.es/monet/monnet/IMG/pdf/Economia_de_la_contaminacion_2012.pdf
- Mori, K., & Christodoulou, A. (2012). Review of sustainability indices and indicators: Towards a new City Sustainability Index (CSI). *Environmental Impact Assessment Review*.
- Naciones Unidas. (1992). *Declaración de Río sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo*.
- Ortega Castro, A. L. (2008). *Introducción a las finanzas* (2a ed.).
- Pax World Founds. (2019, October 12). [Corporate]. <https://Paxworld.Com/About/>
<https://paxworld.com/about/>
- Poder Ejecutivo Nacional. (2019). *República Argentina—Poder Ejecutivo Nacional 2019—Resolución General 2019/788-APN-DIR#CNV*.
- Reboredo, J., Quintela, M., & Otero, L. (2008). Do investors pay a Premium for going green? Evidence form alternative energy mutual funds. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 73, 512–520.
- RobeccoSAM. (2020, November 23). *Quiénes somos*. Gestión patrimonial pura | Robeco.com. <https://www.robeco.com/es/quienes-somos/>
- Smith, A. (1776). *Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. (Sálvio Marcelo Soares). MetaLibri.

- Sterner, T. (2007). *Instrumentos de política económica para el manejo del ambiente y los recursos naturales*. Bib. Orton IICA.
- Sustainalytics. (2021, March). *About Us*. Sustainalytics.Com. <https://www.sustainalytics.com/about-us>
- Swiss Sustainable Finance. (2020, April 5). *What is Sustainable Finance*. About Us. http://www.sustainablefinance.ch/en/what-is-sustainable-finance-_content---1--1055.html
- The Task Force on Climate-related Financial Disclosures. (2019). *Task Force on Climate-related Financial Disclosures: Status Report*.
- UNFCCC UN Climate Change. (1997). *Protocolo de Kyoto de la convención marco de las naciones unidas sobre el cambio climático*. United Nations. <https://unfccc.int/sites/default/files/resource/docs/cop3/107a01.pdf>
- Váscones Fernández, María Paula. (2019). *Estudio sobre la implementación de Bonos Verdes como medio de financiamiento para proyectos sustentables en Ecuador*. Universidad Católica de Santiago de Guayaquil.
- United Nations Treaty collection. «Status of treaties. Chapter XVII 7.d.». Consultado el 3 de noviembre de 2016.
- Vázquez Manzanares, V. M. (2014, January 12). Externalidades y medioambiente. *Revista Iberoamericana de Organización de Empresas y Marketing*, 2. <http://www.eumed.net/rev/ibemark/02/medioambiente.html>
- VigeoEiris. (2021, February). About us. *V.E.* <https://vigeo-eiris.com/about-us/>

Anexo 1



* - Elaboración propia



Solicitud de constitución de Jurado para Defensa del TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA		Código de la Maestría
Nombre y apellido del alumno Franco Atilio Tornaghi		Tipo y N° de documento de identidad: DNI 30051971
Año de ingreso a la Maestría – Ciclo: 2018	Fecha de aprobación de la última asignatura rendida: 2019	
Título del Trabajo Final Bonos SVS, una oportunidad para el mercado.		
Solicitud del Director de Trabajo Final Comunico a la Dirección de la Maestría que el Trabajo Final bajo mi dirección se encuentra satisfactoriamente concluido. Por lo tanto, solicito se proceda constituir el correspondiente Jurado para su evaluación y calificación final. Firma del Director de Trabajo Final		
Datos de contacto del Director		
Correo electrónico	Teléfonos	
Se adjunta a este formulario: <ul style="list-style-type: none">• Trabajo Final de Maestría impreso (indicar cantidad de copias presentadas)• CD con archivo del Trabajo Final en formato digital (versión Word y PDF)• Certificado analítico		
Fecha	Firma del alumno	