

43 Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Septiembre 21 y 22, 2023

Perspectiva del inversor en proyectos sustentables

Triple impacto y gobernanza empresaria

Ricardo A. Yagüe

Universidad Nacional de Cuyo

SUMARIO

1. Contenido y finalidad
2. La previa: a modo de introducción
3. Inversor y proyectos de inversión
4. Categorías de inversión e instrumentos
5. Una nueva formulación de la tasa de rendimiento
6. Conclusiones

Para comentarios:
ricardoyague06@gmail.com

Resumen

Al momento de tomar decisiones de inversión, muchos ahorristas eligen aquellas alternativas que les prometen un retorno más elevado. Sin embargo, no todas estas opciones, altamente rentables, respetan los valores morales y éticos, así como la conducta de todos los inversores. En este siglo, se manifiesta una creciente preocupación sobre el impacto en el medio ambiente y sobre el comportamiento económico social en el desenvolvimiento de los negocios.

Asimismo, los inversores, plantean la consideración de proyectos de inversión que comulgan con los principios de sostenibilidad, socio ambientales y con los valores que respetan las virtudes favorables al desarrollo de las personas y de todos los seres vivos en general. Es un mundo dinámico y complejo.

En este artículo, se analizará los enfoques del inversor que orientan a tomar decisiones hacia emprendimientos ESG, los cuales contemplan positivamente las ideas y las responsabilidades ambientales, sociales y de gobernanza.

1. Contenido y finalidad

Este artículo busca analizar los aportes económicos que aportan los proyectos y emprendimientos sustentables desde la perspectiva del inversor, el cual debe construir su cartera para generar valor económico con condiciones socio ambientales positivas.

Entender al inversor y sus intereses personales y sus valores tiene una importancia central a la hora de definir los proyectos que una empresa pretenda llevar a cabo. Son cada vez más los inversores que toman seriamente el impacto de las empresas en el medio ambiente.

Por ello, y bajo este enfoque, se procederá a caracterizar al inversor por tipo de proyectos según el grado de sustentabilidad, para consecuentemente, establecer categorías de inversión e instrumentos de financiación apropiados a estos efectos.

Los inversores que vivan estos valores, determinantes en la gestión empresarial, evaluarán la aplicación de fondos, sea como accionista o como obligacionista, según sean sus intereses en la participación política de la organización y o el nivel de riesgo dispuesto a asumir.

Quizá, la tasa de interés que remunere esta inversión sea sensiblemente menor a otras posibilidades que no consideren los efectos de triple impacto, o el rendimiento por él requerido resulte neutro en términos exclusivamente económicos.

Sin entrar a considerar específicamente, razones de índole subjetiva, desde la misma perspectiva, frente a proyectos de inversión que no respeten totalmente sus convicciones, este hipotético inversor, podría decidir no invertir o en algún caso hacerlo, pero requiriendo una tasa extra como castigo al proyecto. Este aspecto, es un punto de controversias y seguramente motivador de futuros y trascendentes debates.

El objetivo de este trabajo es analizar y comprender, qué factores y variables contempla el inversor, atravesado por la cultura, el estilo de vida y el entorno que toque, para definir las prescripciones en su accionar en el mundo de las finanzas.

Está claro entonces, que la preocupación por los impactos socioambientales condiciona tanto la formulación de inversiones como las posibilidades de financiamiento. A la rentabilidad, riesgo y liquidez, se suman viabilidad, calidad de vida y perdurabilidad.

2. La previa: a modo de introducción

Bajo una perspectiva estrictamente economicista de las inversiones, podemos decir que los inversores buscan maximizar la utilidad intentando obtener el mayor rendimiento posible de cada peso invertido. Como sabemos, el rendimiento se determina estimando el valor actual de un flujo de fondos futuro, considerando una tasa razonable en función al riesgo propio de la inversión. Desde la perspectiva del inversor externo que no tiene como finalidad el control de la empresa, el valor se determinará utilizando el valor actual del flujo de ingresos y egresos del emprendimiento o el valor actual de dividendos (o ganancias propias del negocio en caso de que no se distribuyan utilidades), también empleando una tasa de descuento razonable.

Nuestro inversor, perseguidor de la perdurabilidad, atenderá junto al resultado proveniente de su análisis ‘economicista’, el beneficio social y ambiental emergente, los cuales se compondrán tanto por aspectos positivos como otros dañinos, con lo cual se establecerá un criterio académico – tal vez profesional-, de la decisión de inversión y financiación que satisfaga sus puntos de vista.

¿Hasta qué punto los inversores debieran preocuparse por el medioambiente, la sociedad civil y la ética en los negocios?

Las empresas que no se preocupan por el impacto que generan al medio: *¿Obtienen mayores utilidades? ¿Existe algún modelo que permita medir el impacto que tienen las empresas para con el medio en el que se desenvuelven?* Finalmente, si ese modelo existe *¿Qué interés podría tener un inversor en apoyar este tipo de emprendimientos en el caso en que la rentabilidad del proyecto sea inferior?*

Podemos afirmar que la relación entre sustentabilidad empresarial y rentabilidad financiera es una cuestión de debate en la literatura financiera, sobre todo por la evidencia que sugiere que una empresa que mantiene prácticas sustentables puede generar mayores beneficios a largo plazo versus otros estudios que indican que prácticas menos sustentables logran mayores beneficios de corto plazo.

Las premisas de esta investigación son:

- a) asumir que la preocupación por la sociedad civil, el medioambiente y la ética en los negocios podría tener costos que reduzcan los resultados;
- b) la decisión de inversión en estas empresas preocupadas por la sostenibilidad y el medioambiente dependen pura y exclusivamente de los intereses del inversor.

Adicionalmente, se sostiene que junto al valor de la empresa para sus propietarios debiera adicionarse el valor social de los negocios, de lo que resulta un valor actual socio económico.

Una parte, cada vez más relevante de la doctrina, destaca que al momento de evaluar el valor total generado por los negocios habrá que contemplar que la rentabilidad del proyecto no implique un empeoramiento de la calidad de vida respecto de la situación inicial y en este sentido

deben contemplarse las facetas sociales y ambientales al analizar una inversión. De lo contrario, el valor del proyecto podría ser incluso negativo.

Como dice el refranero popular, expresado en los versos infantiles: “cada cual atiende su juego”. No obstante, es notable igualmente, que la conciencia social y ambiental ha trascendido para quedarse en el mundo de los negocios.

3. Inversor y proyectos de inversión

3.1 El inversor

Si tuviéramos que perfilar al inversor de este tipo de proyectos, podríamos decir que son personas con un nivel educativo alto, altos ingresos y edades entre 20 y 50 años cuyos objetivos son obviamente obtener rentabilidades positivas de su inversión, pero sin negociar sus valores y su interés por el cuidado del medio ambiente buscando proyectos que contribuyan a generar un impacto positivo en el medio ambiente y en la sociedad en general.

¿Por qué alguien invertiría en proyectos sustentables? Partimos de la base, que, en primer lugar, a igual rentabilidad todos invertiríamos en negocios sustentables y amigables con el medioambiente. Por lo tanto, podrían existir negocios que ofrecen una mayor rentabilidad que los denominados sustentables. Entonces, *¿quién invierte en estos proyectos sustentables?*

Quien invierte en este tipo de proyectos, es alguien que busca contribuir con la sociedad generando un impacto positivo a través de sus aportaciones (podríamos decir que es un inversor altruista), mientras intenta proteger su capital y obtener algún tipo de rentabilidad, apoyando siempre a aquellos que respeten sus valores éticos, sociales y ambientales. También podríamos perfilar otro tipo de inversor interesado en proyectos altamente innovadores como por ejemplo los de desarrollo de tecnologías limpias, energías limpias, automóviles eléctricos, entre otros.

Las personas que invierten en proyectos sustentables verdes tienen un interés en el medio ambiente, la conservación de los recursos naturales y la lucha contra el cambio climático y también en la innovación tecnológica que permita la producción de energías limpias y la promoción de una economía verde y sostenible. Suelen tener una aspiración de contribuir a un mundo más justo y sostenible a través de sus inversiones, acompañando con su dinero a proyectos que tengan un impacto positivo en la sociedad y el medio ambiente pero siempre con rentabilidad financiera positiva.

3.2 Los proyectos de inversión

Proyectos sustentables. En el diseño clásico de un plan de finanzas personales hay puntos centrales que orientan las decisiones y el modo de administrar los recursos de personas y familias. El consumo, el armado del presupuesto personal, el modo (y cantidad) de endeudamiento asumido hasta el ahorro y la inversión, son cuestiones a tener en cuenta. Pero sin dudas no se puede separar al decisor y a sus principios rectores con los que llevarán a cabo este plan.

Los valores personales atraviesan la vida de todos y las decisiones relativas a las finanzas. Por ejemplo, una persona preocupada por el medio ambiente y la contaminación que sabe que

la industria de la moda es la segunda más contaminante del mundo, tratará de reducir su consumo de vestimentas a efectos de reducir así el impacto ambiental y la huella de carbono que deja, así como también, del otro lado del mostrador, un comerciante puede intentar reducir la cantidad de embalajes que utiliza para sus productos o emplear aquellos reciclables o reutilizables.

Estos mismos principios rectores enfocados desde la óptica del consumo, pueden ser llevados hacia otro de los pilares que sostienen las finanzas personales como lo es “la inversión.” Así, como el consumidor, o el comerciante al que se alude, intentan reducir su huella de carbono y el daño que producen al medioambiente, esta mirada puede llevarse también hacia la selección de una cartera de inversión. Desde esta perspectiva, el inversor buscará empresas, proyectos, sectores o industrias que respeten determinados principios como el cuidado del medio ambiente, la paz mundial, la salud humana entre otros. Es decir, esta persona no solo cuidará en casa el medioambiente, sino que también premiará con sus inversiones a aquellas empresas que hacen lo mismo.

Actualmente, existe una gran cantidad de nuevos inversores (y otros también) que están interesados en alinear sus objetivos financieros de largo plazo con objetivos de sustentabilidad. Por un lado, esto se refleja en el consumo de estas personas, así como también en las inversiones de sus ahorros en empresas que respetan esos propósitos.

La empresa de gestión de fondos estadounidense BlackRock proyecta que durante la próxima década los ETFs sostenibles aumentarán de 25 mil millones de dólares en la actualidad a 400 mil millones. Así, el 72% de la población está interesada en inversiones sostenibles, pero aún muchos consideran a estas un tema confuso, pero sin duda estos inversionistas buscan obtener resultados sostenibles a la par de su búsqueda de resultados financieros premiando a aquellas empresas que resuelven los principales desafíos del mundo.

¿Qué es inversión sostenible? Si intentáramos definir la inversión sostenible podríamos decir que se trata de invertir en el progreso y reconocer a las empresas que resuelven los desafíos más importantes del mundo. Según informe publicado por McKinsey & Company estas empresas son las mejores posicionadas para crecer. Henisz, Koller & Nutall (2019). De acuerdo con esta filosofía inversora, si alguien toma decisiones respecto de su estilo de vida, también puede hacerlo de manera similar sobre su portafolio de inversiones.

La inversión en negocios sustentables implica la búsqueda de emprendimientos que respeten las ideas ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) que los modelos modernos promueven. Pero a su vez estas ideas ESG influyen a las empresas y al modo en que las mismas crean valor, lo que hace necesario tenerlas en cuenta para plantear sus estrategias. Pero *¿qué implica cada uno de estos elementos ESG?*

- La letra E (*environment*), incluye el cómo afectan al medioambiente y a los seres humanos en general las decisiones de las empresas en cuanto al uso de la energía, los desperdicios y los recursos que se utilizan en la producción incluyendo las emisiones de carbono que genera y cómo afecta al cambio climático.
- La letra S (*social*), involucra las relaciones de las empresas y la reputación que tiene para con sus empleados y la sociedad en general tomando en consideración tanto las relaciones laborales como el respeto a cuestiones sensibles como la diversidad y la inclusión.

- La letra G (*governance*), representa el sistema interno de prácticas, controles y procedimientos que utilizan las empresas para su dirección, toma de decisiones, cumplimiento de las normas legales y satisfacción de necesidades del público en general.

Independientemente del análisis por separado de cada uno de los criterios ESG, se superponen unos con otros. Así, una decisión de Gobierno puede afectar tanto a los criterios sociales como medioambientales.

La Comisión Nacional de Valores (CNV) hace también su aporte y define a la Inversión Socialmente Responsable como aquella que, además de evaluar los criterios estrictamente financieros de riesgo, rentabilidad y liquidez, toma en cuenta también criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG). (CNV, 2021).

¿Cuáles son los principios que rigen el concepto de desarrollo sostenible? Si pueden centrarse los principios básicos del desarrollo sostenible, podemos entonces como inversores evaluar nuestras decisiones de inversión.

Perossa, Porto y Tapia (2020), definen cinco principios básicos que rigen el concepto de desarrollo sostenible:

1. Principio de sostenibilidad. Se busca satisfacer las necesidades de las generaciones actuales sin poner en riesgo las posibilidades para el desarrollo de las generaciones futuras.
2. Principio de equidad. Cada persona tiene derecho (no la obligación) de usar la misma cantidad de espacio ambiental que otros.
3. Principio de precaución. Es conveniente tomar medidas para asegurarse de no producir efectos nocivos al medio.
4. Principio de responsabilidad diferenciada. Cada país debe asumir obligaciones de acuerdo con su responsabilidad en el problema y su grado de desarrollo.
5. Principio de paga quien contamina. Según este principio, quien produce el perjuicio o el daño al medioambiente debe responder con sus recursos para corregirlo.

Estos principios y el desarrollo sostenible son tomados cada vez con más seriedad por personas y empresas, al punto que, en agosto de 2019, *Business Roundtable*, lanzó una declaración firmada por 181 directores ejecutivos de las empresas más importantes de Estados Unidos poniendo de manifiesto una proclama para sus modos de realizar negocios en busca de promover una economía que sirva a todos los estadounidenses. La misma es una muestra de cómo las empresas están escuchando el mensaje de los grupos de interés, tratando de reducir el impacto que producen en el medio ambiente y en la sociedad.

Según estos principios las empresas se comprometen a entregar valor a sus clientes, invertir en sus empleados, dar un trato justo y ético a los proveedores, apoyar a las comunidades donde desarrollan sus negocios y generar valor a largo plazo para sus accionistas. En este sentido el compromiso es dar valor a todos los grupos de interés. *Business Roundtable* (2019).

A continuación, se analizarán las categorías y los instrumentos que permiten canalizar las inversiones dentro de los parámetros planteados.

4. Categorías de inversión e instrumentos

4.1 Categorías de inversión

Para analizar este punto emplearemos la clasificación que utiliza el fondo Black Rock:

- ✓ *La inversión socialmente responsable*: El inversor se concentra en empresas con criterios éticos congruentes con los que le son propios.
- ✓ *Inversión de impacto*: el inversor se enfoca en invertir en aquellas empresas o proyectos que buscan generar un impacto positivo tanto en lo social como lo ambiental mientras buscan obtener rentabilidades positivas para su dinero.
- ✓ *Inversión en empresas reconocidas por su búsqueda de la sostenibilidad*: el inversor busca invertir en empresas comprometidas con la sostenibilidad y/o el medioambiente. Puede ser una inversión genérica o específica en línea con el interés del inversor (energías limpias o renovables, protección del medioambiente, interés en el cuidado del empleado, empresas que reducen su impacto a través del control de efluentes).
- ✓ *Inversión de exclusiones*: Esta estrategia, se enfoca en excluir del portafolio las inversiones en sectores o empresas de las conocidas como “Sins Stock” (acciones del pecado) que invierten en negocios de los llamados no éticos o inmorales como armas, tabaco, alcohol, casinos, industria relacionada con el sexo entre otras.

4.2 Instrumentos de financiación: Bonos

A continuación se presentan los instrumentos regulados por la Comisión Nacional de Valores (RA) que buscan la consecución de los objetivos ESG antes planteados.

a) Bonos sociales, verdes y sustentables (SVS)

A través de la Resolución General N° 881 de 2020, la Comisión Nacional de Valores puso a disposición tres guías tendientes a dar un marco a las inversiones en sostenibles.

La *Guía para la inversión socialmente responsable* busca informar los alcances, objetivos y ventajas de la inversión socialmente responsable, poniendo énfasis en promover la integración de factores ambientales, sociales y de gobernanza a la hora de tomar decisiones al respecto.

La *Guía para la emisión de bonos sociales, verdes y sustentables* presenta información sobre los requisitos y necesidades para emitir Bonos SVS, para de llegar a todo tipo de público inversor que desee conocer estos instrumentos financieros.

La *Guía para evaluadores externos de bonos sociales, verdes y sustentables* recopila las mejores prácticas, aceptadas internacionalmente, para revisores externos y confección de evaluaciones externas de Bonos SVS, para fomentar el desarrollo de evaluadores locales que puedan ofrecer sus servicios a costos acordes a las emisiones locales. (CNV, 2021).

El regulador argentino muestra de esta manera su interés por la búsqueda conjunta con los distintos actores económicos, de vías de financiamiento sustentables para nuestro país.

Estos Bonos SVS son instrumentos utilizados para financiar proyectos con impacto social y ambiental positivo.

Para encuadrarlos dar seguridad a los inversores sobre las credenciales verdes y sociales de los proyectos a financiar, este tipo de bonos suelen contar con revisiones externas independientes. Estas se pueden clasificar como: segunda opinión, verificación, certificación y rating/puntuación.

Los *Bonos sociales* son cualquier tipo de instrumento a través del cual, el dinero invertido se destina exclusivamente a financiar o refinanciar parcial o totalmente Proyectos Sociales nuevos o existentes.

Categorías de proyectos sociales (ICMA, 2020):

- Infraestructura básica asequible;
- Acceso a servicios esenciales;
- Vivienda asequible;
- Generación de empleo y o prevención del desempleo derivado de condiciones socioeconómicas crisis. Esto puede incluir financiación de PYME y microfinanzas;
- Seguridad y sistemas alimentarios sostenibles;
- Avance socioeconómico y empoderamiento.

Los *Bonos verdes* son cualquier tipo de instrumento a través de los cuales los fondos se destinarán exclusivamente a financiar o refinanciar, parcial o totalmente, Proyectos Verdes nuevos o existentes.

Categorías de Proyectos verdes (ICMA, 2018a):

- Generación de energía renovable;
- Búsqueda de eficiencia energética;
- Prevención y control de la contaminación;
- Gestión ambientalmente sostenible de la vida los recursos naturales y el uso de la tierra;
- Conservación de la biodiversidad terrestre y acuática;
- Transporte limpio;
- Gestión sostenible del agua y las aguas residuales;
- Adaptación al cambio climático;
- Productos ecoeficientes y/o adaptados a la economía circular, tecnologías y procesos de producción;
- Edificios ecológicos que cumplan con las normas regionales, nacionales o normas o certificaciones reconocidas internacionalmente.

Los *Bonos de sostenibilidad* son aquellos a través de los cuales los fondos se destinarán exclusivamente para financiar o refinanciar una combinación de ambos Proyectos Verdes y Sociales.

Se entiende que los Proyectos Sociales pueden producir beneficios ambientales, y viceversa, que los Proyectos Verdes pueden producir a la vez beneficios sociales. El emisor es quien debe determinar la clasificación en la cual debe encuadrar el bono, ya sea como Bono Verde, Bono Social o Bono de Sostenibilidad de acuerdo con los objetivos principales para los proyectos subyacentes. (ICMA, 2018b).

b) Bonos verdes sub-soberanos

Las provincias e incluso Nación pueden emitir bonos verdes para financiar proyectos de los mencionados anteriormente.

Pioneras en la emisión de bonos verdes en Argentina, las provincias de Jujuy y La Rioja emitieron los primeros bonos verdes a nivel local, que se colocaron en mercados internacionales en el año 2017.

La Rioja obtuvo USD 200 millones, de los cuales USD 170 millones se destinaron a financiar la expansión de las instalaciones eólicas del Parque Arauco, y los restantes USD 30 millones a proyectos de obras públicas amigables con el medio ambiente. Para ello se colocaron títulos con un plazo de ocho años.

La provincia de Jujuy colocó un bono por USD 210 millones a un plazo de cinco años para completar el financiamiento del Parque Solar de la Puna.

A nivel internacional recientemente Ecuador anunció la emisión de 3 bonos de deuda para ayudar a conservar las islas Galápagos, un proyecto que busca proteger un ecosistema considerado de gran importancia para ese país y para el mundo.

Inmediatamente recibió el apoyo del Banco Interamericano de Desarrollo y del Banco *Credit Suisse*.

Gracias a un modelo establecido por *Credit Suisse* y una ONG estadounidense, *The Nature Conservancy*, inversores institucionales pueden participar de este tipo de proyectos. En 2021 también conformaron un canje de deuda por la naturaleza (como se conoce a este tipo de operaciones en los círculos bancarios) en Belice de 364 millones de dólares y luego otro de 150 millones de dólares en 2022 para Barbados. CBA24N (2023)

Credit Suisse ofreció a finales de abril de 2023 lo que supone el mayor canje de deuda por naturaleza que se haya realizado hasta la fecha. La operación se realizó mediante la recompra de notas soberanas ecuatorianas por un valor nominal de 1,600 millones de dólares, permitiendo que el dinero se destine a la conservación de las Islas Galápagos.

c) Bonos vinculados a la sostenibilidad (VS)

Estos bonos tienen características financieras y estructurales que pueden variar si el emisor logra o no ciertos objetivos de sostenibilidad en un plazo preestablecido. A diferencia de los bonos SVS, estos no están ligados a proyectos sociales, verdes o de sostenibilidad, sino a objetivos particulares del emisor, pero con el compromiso de buscar mejoras en la sostenibilidad en un plazo establecido en las condiciones de emisión del título.

Estos objetivos se miden a través de indicadores clave de rendimiento (KPI por sus siglas en inglés) y se evalúan en función de los objetivos de desempeño de sostenibilidad establecidos al momento de la oferta.

El primer Bono vinculado a la sostenibilidad conocido como tal, se emitió en junio de 2022 por Red Surcos, una compañía de capitales argentinos que desarrolla produce y comercializa insumos para el sector agrícola como herbicidas, insecticidas y fungicidas (BYMA, 2022).

El KPI establecido por Red Surcos promueve el crecimiento en ventas de herbicidas Nano (línea Elite). De acuerdo con el informe de revisión externa, estos herbicidas reducen el coefi-

ciente de impacto ambiental respecto de herbicidas tradicionales. En particular diseña sustancias químicas más seguras, utiliza disolventes auxiliares más seguros y usa materias primas renovables, 3 de los 12 principios de la química verde.

Este *objetivo de desempeño de sostenibilidad* busca lograr un crecimiento del 35% en la cantidad de litros vendidos de herbicidas Nano (línea Elite). El bono cuenta con un Interés contingente de 100 puntos básicos (1%) en caso de que Red Surcos no logre el KPI propuesto para la fecha de corte del 31 de agosto de 2023.

Posteriormente, el 28 de Setiembre de 2022, BYMA anunciaba el lanzamiento de otro Bono vinculado a la sostenibilidad de Red Surcos S.A. con el mismo KPI, la búsqueda de un incremento de ventas en litros de herbicidas Nano (línea Elite).

San Miguel S.A. se sumó a la iniciativa y emitió Obligaciones Negociables vinculadas con la sostenibilidad tomando como compromiso la consecución de un objetivo medioambiental que informa en el prospecto de emisión.

En la emisión de este bono en noviembre de 2022, la empresa se comprometía a incrementar el uso de energías renovables. Concretamente emitió una obligación negociable con cupones trimestrales y un incremento de 100 puntos básicos a partir del mes 15, para el caso que la empresa no logre alcanzar una participación del 70% de energía renovable para el abastecimiento de su complejo industrial (BYMA, 2022).

En estos bonos, puede verse claramente cómo el inversor recibe un premio extra en caso de no cumplimiento de la empresa de un objetivo ambiental.

4.3 Instrumentos de inversión

De manera genérica, los inversores interesados en invertir en empresas alineadas con sus valores cuentan con una gran cantidad de instrumentos independientemente de su encuadre o no en las clasificaciones anteriores.

A continuación, se detallan los distintos instrumentos con los que cuentan quienes están interesados en la sostenibilidad:

a) Acciones

Existen numerosas empresas cuyos valores puestos de manifiesto en la forma de hacer negocios respetan los principios ESG antes mencionados o que, por ejemplo, están preocupadas por el calentamiento global y en ese sentido están comprometidas con el objetivo de reducir emisiones de carbono.

Como referencia, el S&P utiliza como metodología para seleccionar las empresas listadas como ESG la metodología de exclusiones de empresas productoras de armas, tabaco, contratistas militares, arenas petrolíferas, armas pequeñas y carbono térmico (Suárez, 2022).

Sustainalytics emite calificaciones de riesgo ESG evaluando el grado en que una empresa está en riesgo debido a problemas ambientales, sociales y de gobierno corporativo. Esta calificación, se hace en un marco bidimensional que combina la evaluación de la exposición de una empresa a problemas ESG materiales específicos de la industria, con una evaluación de qué tan bien se están gestionando estos problemas. Como resultado se obtiene un rating de riesgo ESG como medida de riesgo no gestionado en una escala de 0 a 100 donde una puntuación más baja indica un menor riesgo ESG no gestionado.

Este modo de calificar el riesgo ESG de Sustainalytics es una forma multidimensional que combina conceptos de gestión y exposición para llegar a una evaluación absoluta de riesgo ESG. Luego, se identifican *cinco categorías de gravedad de riesgo ESG* que podrían afectar el valor de una empresa (Morningstar Sustainalytics):

Despreciable: 0-10

Bajo: 10-20

Medio: 20-30

Alto: 30-40

Severo: 40+

A efectos ilustrativos y comparativos, en la tabla 1 se muestran algunas calificaciones.

Tabla 1: Calificaciones de riesgo ESG

Empresa	Riesgo ESG Total	Riesgo E	Riesgo S	Riesgo G
Altria Group	24 (medio)	4,7	13,0	6,3
AT&T	22 (medio)	2,3	13,1	6,7
Coca Cola	23 (medio)	7,9	9,7	4,9
Exxon	36 (alto)	18,5	9,8	8,1
Lockheed Martin Corp.	28 (alto)	5,3	15,9	7,2
Microsoft	15 (bajo)	1,5	8,4	5,3
NextEra	28 (medio)	14,1	7,6	5,8
P&G	27 (medio)	9,5	9,6	7,5

Fuente: Basado en datos de Yahoo Finance agosto 2022

Si utilizamos la fórmula de Gordon, que determina el valor de mercado de un título con los dividendos proyectados y la tasa de crecimiento, para inferir la tasa que el mercado pide a un título en particular en un momento dado, encontramos que la tasa que requiere, por ejemplo para Coca Cola (bebidas gaseosas), es menor que la de Lockheed Martin Corporation (armas).

Podemos preguntarnos entonces ¿Existe un recargo en la tasa que los inversores le exigen a las empresas que muestran algún tipo de riesgo ESG? ¿Para los inversores el riesgo ESG es neutro, pero premia a aquellas empresas con riesgo más bajo? ¿Tienen en cuenta una mezcla de ambas?

b) Cedears y ADR's

Los Cedears y los ADR's son acciones de otros países que cotizan en otros mercados y que pueden adquirirse a través de certificados que dan al tenedor los mismos derechos que el subyacente (acción).

En lo relativo a estos títulos vale todo lo expresado en el punto anterior.

c) Obligaciones negociables

En Argentina existe una gran cantidad de obligaciones negociables emitidas por empresas para fondar proyectos sostenibles los cuales pueden ser adquiridos en el mercado de capitales. Estos proyectos están etiquetados como verdes, relacionados con la sostenibilidad, sustentables o sociales. Al invertir en estas obligaciones negociables se está contribuyendo con los objetivos propuestos por distintas empresas en busca de apoyar algún proyecto ASG. En el sitio web miArgentina se pueden ver muchos de ellos.

La inversión en obligaciones negociables de empresas que muestran su responsabilidad para con el medioambiente se puede analizar desde dos perspectivas. En primer lugar, la de la propia empresa, por el costo al que obtiene financiamiento para sus proyectos y por otro lado del inversor, por la rentabilidad que obtiene para su inversión, mientras coloca su dinero en empresas que agregan valor en cuestiones que le resultan de interés.

Por ejemplo, la empresa Ledesma hizo un acuerdo con Plastimi SRL, una empresa familiar de Misiones para desarrollar envases utilizando papel Ledesma NAT y un laminado bioplástico compostable. Con este proyecto, colaboran en la reducción de Co2 y eliminan residuos mientras protegen al medioambiente.

Una innovación interesante es el desarrollo de paquetes biodegradables de yerba Mate Rojo, propiedad de Molinos La Misión S.A. (puede verse la información en el sitio Futuro Sustentable).

El desarrollo de envases es posible por las características propias del papel Ledesma NAT, elaborado a base de caña de azúcar, sin fibra de árbol ni blanqueadores químicos (Presente RSE, 2023).

Este compromiso con el medio ambiente permitió en el pasado que las emisiones de obligaciones negociables de Ledesma hayan sido exitosas tanto en la cantidad de suscriptores como en la tasa que la empresa ha obtenido. Sobre este particular, durante el año 2022, el Gerente Financiero de la empresa anunciaba que la emisión de obligaciones negociables para capital de trabajo y para plantar caña de azúcar había recibido ofertas por una gran cantidad de dinero con márgenes sobre la tasa BADLAR por debajo de las expectativas.

Esto anima a afirmar que cuando los proyectos de inversores y empresas están alineados, la tasa que los primeros pretenden puede ser más baja.

d) Fondos comunes de inversión

En Argentina, considerando el creciente interés de los inversores por este tipo de activos existen Fondos comunes de inversión que financian actividades económicas que generan impacto social, ambiental y/o de gobernanza positivo.

Por ejemplo, Banco Galicia lanzó el fondo Fima Sustentable ASG. Según la descripción del prospecto es un fondo compuesto por activos locales que buscan generar retornos a mediano y largo plazo utilizando carteras que contienen activos de los denominados ASG que contemplen cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza. Entre estos activos se pueden encontrar obligaciones negociables de empresas que contemplen las buenas prácticas ASG, valores negociables verdes y sustentables, fideicomisos entre otros (Banco Galicia, 2023).

Los activos incluidos en el fondo son en general obligaciones negociables que algunas empresas energéticas emitieron para financiar proyectos verdes. En la tabla 2 se observa la composición.

Tabla 2: Fima Sustentable ASG Abril 2023 ¹

Principales activos	Ponderación
ON YPF Clase XXII (Badlar)	13.4%
ON Pampa Energía C8 Vto 18-07-23	8.3%
ON Pampa Energía CI 11 vto 15-01-24	8.2%
ON Genneia Clase 35	8.1%
ON Red Surcos USD Link CI8 Serie A Vto 08-06-2024	7.3%

Se pueden ver más fondos en el sitio web de mi Argentina citado anteriormente.

A nivel internacional, Credit Suisse por ejemplo busca emprendimientos de impacto para invertir apoyando proyectos que promuevan la protección ambiental o el progreso social y que representen oportunidades de negocio. Atrayendo capital y talento a empresas que promueven un cambio positivo y contribuir a un desarrollo económico más sostenible. Así, este banco apunta a proyectos como el de conservación de las Islas Galápagos mencionado anteriormente.

A su vez, JP Morgan también cuenta con fondos que impulsan el crecimiento a largo plazo y el impacto positivo, con el objetivo de dar alternativas de inversión a aquellas personas que buscan emprendimientos alineados con sus objetivos personales. En particular tienen cuatro líneas de inversión:

1. La inversión basada en valores, buscando evitar la exposición del cliente a inversiones en sectores específicos;
2. Un enfoque de inversión ESG;
3. Inversiones temáticas, como empresas y fondos que se enfocan en temas o problemas específicos como el agua, energías limpias, brecha de género, entre otros;
4. Inversión de impacto en empresas, organizaciones o fondos que busquen generar impactos positivos en lo ambiental o lo social.

e) ETF

En el mercado podemos encontrar muchos Exchange Trade Funds listados que buscan replicar el comportamiento de las inversiones sustentables reflejando los cambios de los activos mencionados en los puntos anteriores.

¹ A la fecha del informe (26/04/23), el fondo contaba con 597 mil millones de pesos de activos administrados.

5. Una nueva formulación de la tasa de rendimiento

¿Existe alguna forma de medir el rendimiento que obtiene un inversor por sus inversiones en proyectos sostenibles? ¿Sirven las mediciones económicas para determinar la satisfacción marginal de un inversor por colocar su dinero en proyectos de triple impacto afines a sus valores?

La dificultad en este sentido es la de medir cuánto valor asigna cada agente económico a los distintos proyectos en la medida que aporten o sostengan sus valores personales. Luego, podríamos preguntarnos si tiene sentido buscar una tasa de rentabilidad que pague en exceso un proyecto que, por ejemplo, contamine el medioambiente o un premio que reciba un proyecto que por ejemplo reduzca las emisiones de carbono.

Las finanzas ambientales o sostenibles son un área emergente y aún no están equipadas para probar directamente la eficacia de las políticas ambientales. Aunque se han hecho intentos para evaluar el desempeño de las políticas ambientales recientes no resultan en otra cosa que pruebas indirectas de rendimiento. No hay necesidad de desarrollar modelos financieros y utilizar datos financieros para evaluar el desempeño de las políticas medioambientales (Vikash & Gregoriou, 2016).

Pero ¿cómo podemos valorar entonces una decisión individual de inversión?

Habitualmente los inversores utilizan CAPM para determinar la tasa de rendimiento a aplicar a empresas, proyectos y a la deuda que emiten las empresas y estados.

A través de CAPM se estima la tasa de rendimiento utilizando la tasa libre de riesgo, más un adicional por el rendimiento de mercado ajustado con un valor:

$$\text{CAPM } E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f] \quad \text{Ec 1}$$

Sin embargo, si consideramos que el valor de una empresa puede ser mayor para el inversor por el hecho de contar con valores alineados a los suyos, la tasa determinada con el método que él considere adecuado incluye un valor porcentual al que podríamos llamar omega (ω) que representa ese premio que la empresa recibe en la tasa con la que se financia por el hecho de apoyar los valores e intereses de los aportantes.

$$\text{CAPM (ESG) } E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f] - \omega \quad \text{Ec 2}$$

Podría afirmarse del mismo modo que una empresa que abiertamente viola los valores que sostienen los inversores recibe un castigo. En este sentido los mismos le exigirían al proyecto una tasa más alta para financiarlo o, visto desde otra perspectiva, la escasez de inversores haría que, para conseguir financiamiento, las empresas deban pagar una tasa más alta a sus financiadores o simplemente no consigan ese financiamiento.

$$\text{CAPM (no ESG) } E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f] + \psi \quad \text{Ec 3}$$

En la ecuación 3, psi (ψ) representa el castigo que los inversores le asignan a la empresa por no respetar sus valores.

Si bien no hay consenso con respecto al modelo que podría utilizarse para valuar una inversión que respete los principios ambientales, sociales o de gobernanza, el inversor buscará y propondrá la prima de riesgo ψ , considerando particularidades y otros aspectos que considere mínimos a satisfacer.

Analizando la estructura temporal de los tipos de interés, el ETTI, estructura temporal de los tipos de interés está directamente relacionada con el plazo de la inversión, más que con la inversión en sí misma, ésta es una cuestión importante a tener en cuenta a fin de no confundir las diferencias temporales de los tipos de interés con las preferencias de los inversores. A estos fines, tenemos en consideración las cuatro teorías sobre la estructura temporal de la tasa de interés: preferencia por la liquidez, teoría de las expectativas de mercado, teoría de la segmentación de mercados y teoría del hábitat preferido.

Reconociendo que el tipo de interés es el precio que el inversor requiere por la renuncia a la liquidez, dado que, mientras mayor sea el tiempo en que el dinero esté invertido, mayor será el riesgo asumido y en consecuencia mayor será la retribución. Esta aseveración da origen a la *teoría de la preferencia por la liquidez*, según la cual el rendimiento de la inversión será creciente en función del tiempo porque el inversor preferirá el corto plazo respecto del largo plazo para convertir sus activos en líquidos con mayor premura. Por otro lado, los emisores de títulos de renta fija preferirán emitirlos a largo plazo para garantizar la estabilidad financiera de la empresa y en consecuencia aceptarían pagar una tasa mayor para plazos mayores. Según esta teoría entonces, inversores y emisores asumen que los tipos de interés serán crecientes en una estructura temporal donde el eje de ordenadas corresponde al interés y el de abscisas al tiempo.

Sin embargo, en épocas de inestabilidad financiera, no se cumple necesariamente esta teoría, llegando esta línea creciente a aplanarse, esto es, a resultar indiferente el plazo del bono de deuda. Así, a cualquier plazo, el inversor percibiría la misma tasa de interés. También podría ocurrir que a largo plazo los tipos de interés sean más bajos que los de corto. Esto da origen a la *teoría de las expectativas de mercado*, según la cual, la estructura temporal de tipos de interés (ETTI) depende de las expectativas que tienen los inversores en función a sus expectativas respecto de la evolución de la tasa de interés. Podría ocurrir por ejemplo en períodos de alta inflación, que, si se espera que la misma baje con el tiempo, también lo haga la tasa de interés de largo plazo.

La pregunta que cabe hacerse es: ¿los inversores tienen un acabado conocimiento de lo que ocurrirá en el futuro? La respuesta, es que no todos los inversores tienen información con lo cual los mercados carecen de eficiencia.

Por eso surge la *teoría de la segmentación de mercados*, según la cual los mercados de renta fija están segmentados por productos que establecen sus precios de acuerdo con las leyes de oferta y demanda de su propio mercado. La curva podría tomar cualquier forma dependiendo de las preferencias de los actores por el corto o el largo plazo (Economipedia, 2020).

Finalmente, según la *teoría del hábitat preferido* los individuos son adversos al riesgo y sólo están dispuestos a modificar el horizonte de sus inversiones respecto de su hábitat a cambio de una prima por plazo. Esa prima dependerá de los hábitats preferidos de los oferentes y demandantes. Un exceso de oferta de los bonos en cuestión para un plazo determinado hará que los oferentes estén dispuestos a ofrecer una prima positiva para compensar el riesgo de los inversores de salir de su hábitat. En caso de un exceso de demanda, los mismos inversores podrían aceptar una menor rentabilidad para compensar a los oferentes que renuncian a su hábitat (Abad Romero y Robles Fernández, 2003).

Estas teorías demuestran distintas visiones de los inversores de acuerdo con las estructuras temporales de las inversiones. Luego, los proyectos descritos en este artículo suelen tener plazos largos de realización, por lo que están sujetos también a distintas preferencias temporales respecto de la tasa de interés.

Los diferenciales propuestos omega (ω) y psi (ψ) son adaptaciones de las tasas de interés basados en las decisiones de los agentes económicos interesados en inversiones que respeten principios ESG y la sostenibilidad expuestos a lo largo de este trabajo y no deben confundirse con las diferencias temporales de intereses de los distintos proyectos.

6. Conclusiones

Antiguamente las empresas buscaban financiamiento para sus proyectos enfocándose, desde una perspectiva netamente economicista. El peso principal se conformaba de los resultados de sus proyectos y la rentabilidad del accionista o del obligacionista. Sin embargo, desde comienzos de siglo, los inversores han empezado a mostrar más interés por el medioambiente y la ética en los negocios al momento de decidir empresas destinatarias de su dinero.

Desde esta óptica, no hay rentabilidad futura posible si no hay un planeta para generarla y no se puede confiar en los buenos resultados de empresas que no muestran una manera ética y sostenible de desarrollar sus negocios.

En esta investigación se ha estudiado la inversión desde la perspectiva del inversor y el alineamiento de los distintos instrumentos con sus valores personales. Este, al escoger sus alternativas de inversión valora de manera holística a las empresas y sus facetas comerciales, económicas y financieras, así como también los planos sociales y ambientales.

En consecuencia, las empresas que requieran financiamiento deberán preocuparse no solo por la rentabilidad de sus títulos, sino también por el modo en que desarrollan sus negocios.

Los inversores modernos son cada vez más exigentes y no están dispuestos a colocar su dinero en empresas cuyos valores no estén alineados con los propios. Desde su perspectiva, financiar proyectos que muestran una congruencia manifiesta con sus valores, posee un diferencial extra que por supuesto tiene valor económico. Es decir, una empresa que muestra su preocupación (y actúa) respetando objetivos ESG sin dudas genera un extra que se manifiesta en un mayor valor para sus acciones en circulación y un endeudamiento a una tasa menor en el mercado de capitales.

Por todo esto, las empresas y los organismos gubernamentales han tenido que adaptar sus estrategias y reglamentaciones para ajustarlas a los objetivos que la comunidad y los inversores les plantean para poder obtener financiamiento para nuevos proyectos o refinanciar los existentes.

Los modelos clásicos permitían evaluar las inversiones desde una perspectiva economicista que sólo mide el resultado en dinero de los proyectos. Sin embargo, los inversores modernos han demostrado que existen factores no necesariamente monetarios que determinan sus preferencias al momento de decidir a qué empresas financiar. Estos factores se relacionan con sus valores y obligan a las empresas a cambiar el modo en que desarrollan sus negocios.

El nuevo inversor exige entonces a las empresas, la perdurabilidad de sus negocios, entendiendo la misma como aquella que junto con el beneficio económico, procure un claro beneficio social y ambiental, o reduzca los impactos propios del negocio y aquellas empresas que no cumplan estos requerimientos van a tener mayores dificultades para conseguir financiamiento tanto de nuevos accionistas como de obligacionistas o directamente no lograrán conseguirlo.

Es de esperar, que en el futuro, en particular el próximo, haya menos espacio para aquellas empresas que no preserven el medioambiente o que no consideren a los grupos de interés intervinientes, atendiendo sus pretensiones en materia de conciencia social y ambiental. Esto, necesariamente llevará a los inversores a considerar el rendimiento de los títulos de financiación de las inversiones, como también el beneficio o perjuicio que las mismas provocan al medio.

Queda claro entonces, que el valor y el rendimiento, bajo la perspectiva del inversor, estará conformado por la tasa económica y la prima social y ambiental que repercute en una operatoria considerada sustentable.

REFERENCIAS

- Abad Romero, P. y Robles Fernández M. D. (2003). *Estructura temporal de los tipos de interés: Teoría y evidencia empírica*. Revista Asturiana de Economía, Nº 27, 7-47.
- Argentina, Ministerio de Economía (s.f.). *Instrumentos financieros sostenibles*. En sitio web argentina.gob.ar.
- Banco Galicia (2023). *FIMA Sustentable ASG*. En sitio web fondosfima.com.ar
- BlackRock (s.f.). *Inversión sostenible con iShares*. En sitio web blackrock.com/mx/
- Business Roundtable. (2019). *Business Roundtable redefines the purpose of a corporation to promote 'an economy that serves all Americans'*. En sitio web businessroundtable.org, 19-08-2019.
- BYMA Bolsas y Mercados Argentinos (2022a). *BYMA incorpora el primer Bono Vinculado a la Sostenibilidad*. En sitio web byma.com.ar, 06-06-2022.
- BYMA Bolsas y Mercados Argentinos (2022b). *2905 - ON San Miguel Serie VIII vinculadas a la sustentabilidad de la emisora*. En sitio web byma.com.ar.
- CBA24N. (2023). *El BID respalda un canje de deuda por naturaleza en Ecuador*. En sitio web cba24n.com.ar, 03-05-2023.
- CNV Comisión Nacional de Valores (2021). *Guía para la inversión socialmente responsable en el mercado de valores argentino: Anexo IV*. En sitio web argentina.gob.ar.
- Credit Suisse (s.f.). *Impact investing*. En sitio web credit-suisse.com.
- Futuro Sustentable (s.f.). *Ledesma apuesta a los envases biodegradables*. En sitio web futurosustentable.com.ar.
- Henisz, W., Koller, T. & Nuttall, R. (2019). *Five ways that ESG creates value*. McKinsey Quarterly, November 2019, 1-12
- ICMA International Capital Market Association (2018a). *Green bond principles. Voluntary process guidelines for issuing green bonds*.
- ICMA International Capital Market Association (2018b). *Sustainability bond guidelines*.
- ICMA International Capital Market Association (2020). *Social bond principles. Voluntary process guidelines for issuing social bonds*.
- JP Morgan. (s.f.). *Sustainable investing*. En sitio web am.jpmorgan.com.
- Morningstar Sustainability (s.f.). *ESG Risk Ratings: A consistent approach to assess material ESG risk*. En sitio web sustainalytics.com.
- Economipedia (2020). *Estructura temporal de tipos de interés (ETTI)*. En sitio web economipedia.com, 04-02-2020.
- Perossa, M., Porto, J. y Tapia, G. (2020). *Finanzas ecosustentables*. Libryco.

-
- Presente RSE (2023). *Ledesma: innovación para el desarrollo sostenible*. En sitio web presenterse.com, 01-02-2021.
- Suárez, E. (2022). *Empresas son rastreadas para evaluar su estancia en índices ESG: S&P Dow Jones Indices*. En sitio web bloomberglines.com, 20-10-2022.
- Tapia, G.N. (2020). *Finanzas verdes. Cambios con valor +*. Libryco.
- Vikash, R. & Gregoriou, G. N. (Ed) (2016). *Handbook of environmental and sustainable finance*. Academic Press.