

Briozzo, Anahí

## DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE FACTORES AMBIENTALES, SOCIALES Y DE GOBERNANZA -ASG- EN EMISORAS DE BONOS VERDES, SOCIALES Y SUSTENTABLES

Revista de investigación en modelos financieros  
2024, Año 13, vol. 1, pp. 49-65

Briozzo, A. (2024). Divulgación de información sobre factores ambientales, sociales y de gobernanza -ASG- en emisoras de bonos verdes, sociales y sustentables. *Revista de Investigación en Modelos Financieros*, 1, 49-65.

<https://repositoriodigital.uns.edu.ar/handle/123456789/6945>



Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons  
Reconocimiento-NoComercial-Sin Derivados 4.0 Internacional (CC BY-NC-ND 4.0)  
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>





## DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE FACTORES AMBIENTALES, SOCIALES Y DE GOBERNANZA -ASG- EN EMISORAS DE BONOS VERDES, SOCIALES Y SUSTENTABLES

Anabí Briozzo

Departamento de Ciencias de la Administración, Universidad Nacional del Sur (UNS) Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur (IIESS, UNS-CONICET) -San Andrés 800, Bahía Blanca, Argentina.

[abriozzo@uns.edu.ar](mailto:abriozzo@uns.edu.ar)

### Resumen

<p>Recibido: 12/2023</p> <p>Aceptado: 4/2024</p>	<p>El objetivo de este trabajo es analizar la presentación de información en el código de gobierno societario (CGS) en sociedades emisoras de bonos sociales, verdes y sustentables (SVS) en la Argentina, con foco en la divulgación sobre factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG). El abordaje metodológico consiste en una investigación cualitativa, empleando el análisis documental como técnica de recolección de datos. Se define a la población como las emisoras de bonos SVS en el sector de energías alternativas, identificando tres empresas a analizar. El CGS aborda transversalmente los factores ASG en el plan estratégico y la política de evaluación y gestión de riesgos, que son responsabilidad de directorio. Los factores de gobernanza son los más desarrollados en el CGS, incluyendo cuestiones referidas al directorio, ambiente de control y relación con los accionistas. En cambio, los factores sociales se presentan en relación a la ética, conducta e integridad, la relación con las partes interesadas y la diversidad y equidad de género. Los factores ambientales presentan escaso desarrollo. Se observa en las empresas estudiadas una disociación de contenidos sobre factores ASG en el CGS en relación a otros reportes publicados.</p>
<p><b>Palabras clave</b></p> <p>Factores ASG</p> <p>Código de gobierno societario</p> <p>Bonos verdes</p> <p>Finanzas sustentables</p>	<p>Copyright: Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.</p> <p>ISSN: 2250-687X - ISSN (En línea): 2250-6861</p>

## DISCLOSURE OF ESG FACTORS IN ISSUERS OF GREEN, SOCIAL, AND SUSTAINABLE BONDS

Anabí Briozzo

*Departamento de Ciencias de la Administración, Universidad Nacional del Sur (UNS) Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur (IIESS, UNS-CONICET) -San Andrés 800, Bahía Blanca, Argentina.*

*abriozzo@uns.edu.ar*

### Abstract

#### KEYWORDS

ESG factors  
Corporate governance code  
Green bonds  
Sustainable finance

The aim of this paper is to analyze the presentation of information in the corporate governance code (CGC) of companies issuing social, green, and sustainable bonds (SGS) in Argentina, with a focus on the disclosure of environmental, social, and governance factors (ESG). The methodological approach consists of qualitative research, using document analysis as the data collection technique. The population is defined as the issuers of SGS bonds in the alternative energy sector, identifying three firms for analysis. The CGC addresses ESG factors transversally in the strategic plan and the risk assessment and management policy, which are the responsibility of the board of directors. Governance factors are the most developed in the CGC, addressing issues related to the board of directors, control environment, and relationship with shareholders. In contrast, social factors are presented in relation to ethics, conduct and integrity, stakeholder relations, and gender diversity and equality. Environmental factors show limited development. There is a dissociation of content on ESG factors in the CGC in relation to other published reports.

Copyright: Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.

ISSN: 2250-687X - ISSN (En línea): 2250-6861

## 1. INTRODUCCIÓN

Las finanzas sostenibles comprenden la inclusión de cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza, denominados criterios ASG, en la toma de decisiones de inversión, además de los factores financieros. También son comúnmente denominadas “inversión de triple impacto”, “finanzas socialmente responsables”, o “inversión responsable”, dependiendo del impacto positivo y medible en las dimensiones del desarrollo sostenible (Ministerio de Economía, 2022). En este marco, Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) lanzó el panel para bonos sociales, verdes y sustentables (SVS) en julio de 2019.

El gobierno corporativo (GC) o gobernanza abarca un conjunto de relaciones entre directorio, accionistas y partes interesadas (*stakeholders*), y brinda a su vez una estructura que permite dirigir la empresa, estableciendo objetivos, los medios para lograr esos objetivos, y el posterior seguimiento del desempeño. Los criterios de GC están relacionados con las cuestiones de gestión de la empresa y su transparencia. Su importancia se extiende a todos los agentes relacionados con la compañía, vinculándose con los objetivos de desarrollo sostenible (ODS) de la Organización de las Naciones Unidas (ONU). El ODS 8 de trabajo decente y crecimiento económico, el ODS 16 de paz, justicia e instituciones sólidas y el ODS 17 de alianzas para lograr los objetivos, entre otros, serían los ODS más relacionados con el criterio de buen gobierno (PactoMundial, 2022).

En este contexto, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) presentó en septiembre de 2023 una revisión de sus principios de gobierno corporativo, incorporando un nuevo capítulo titulado “Sostenibilidad y Resiliencia”. El objetivo es promover políticas de gobierno corporativo que respalden la sostenibilidad y la resiliencia de las empresas en particular, y de la economía en general. En materia de divulgación de información sobre sostenibilidad, se hace hincapié en comunicar en forma consistente, comparable y confiable, siguiendo estándares internacionales y procurando la integración con los aspectos financieros y corporativos (OCDE, 2023).

En materia de GC en la Argentina, las empresas están reguladas en forma general por la Ley General de Sociedades (ley 19.550 LGS), y aquellas bajo régimen de oferta pública, por la Ley de Mercado de Capitales (ley 26.831 LMC), las Normas 2013 de la Comisión Nacional de Valores (CNV, 2013), y en particular la Res. CNV 797/19 del Código de Gobierno Societario (CGS). Las sociedades (excepto pymes) deben presentar en forma anual un reporte sobre su grado de aplicación de las recomendaciones y prácticas establecidas en el CGS.

Considerando la importancia integral de los factores ASG en el marco de las finanzas sostenibles, el objetivo de este trabajo es analizar la presentación de información en el CGS en empresas emisoras de bonos SVS en la Argentina, con foco en la divulgación sobre factores ambientales, sociales y de gobernanza. La metodología empleada consiste en una investigación cualitativa a través de un estudio de casos, empleando el análisis documental como técnica de recolección de datos. Se encuentra que los factores de gobernanza son los más desarrollados en el CGS,

abordando cuestiones referidas al directorio, ambiente de control y relación con los accionistas. Por su lado, los factores sociales se presentan en relación a la ética, conducta e integridad, la relación con las partes interesadas y la diversidad y equidad de género. Las cuestiones ambientales presentan escaso desarrollo. Se observa en las empresas estudiadas una disociación de contenidos sobre factores ASG en el CGS en relación a otros reportes publicados. Al visualizar las cuestiones de GC relevantes para estas emisoras de bonos verdes, es posible identificar la relevancia de la comunicación de aspectos de sustentabilidad a través del CGS y desarrollar recomendaciones sobre su divulgación.

## 2. MARCO DE ANTECEDENTES

### 2.1. El mercado de bonos SVS

El panel para bonos sociales, verdes y sustentables lanzado por BYMA se integra de la siguiente forma (BYMA 2020):

- Bonos verdes: vinculados a beneficios ambientales, basados en los estándares *Green Bond Principles* (GBP) de la *International Capital Markets Association* (ICMA).
- Bonos sociales: relacionados con proyectos sociales en las áreas de salud, vivienda accesible, empleo, igualdad de género, educación, basados en los estándares *Social Bond Principles* (SBP) de ICMA.
- Bonos sustentables: combinan características de los bonos verdes y sociales, basados en los *Sustainability Bond Guidelines* (SBG) de ICMA.

Asimismo, BYMA ha desarrollado una guía y un reglamento para la emisión y el listado de estos títulos, que describen el proceso de emisión, la evaluación externa y los requisitos de información posteriores. Estos últimos no incluyen requerimientos específicos sobre información de GC. La estructura de los valores negociables SVS es la misma que la de los títulos tradicionales, por lo que respecto al GC se aplica la normativa general (BYMA 2020).

El mercado de bonos temáticos en la Argentina ha mostrado un crecimiento sostenido desde su creación en el 2019. Durante el 2022 se realizaron emisiones por USD 993,3 millones, duplicando el monto del 2021 y superando en 5 veces al 2020. En el 2022 se realizaron 47 emisiones, siendo 43 obligaciones negociables (ON), representando el 89% del monto emitido. El sector que reúne el mayor volumen de emisiones es energías renovables (73,5%). Considerando todo el periodo desde 2019, se emitieron 43 ON temáticas, siendo el 67% del régimen general (CNV 2023a).

Considerando el costo de capital de los bonos verdes, los antecedentes son heterogéneos. Por un lado, algunos autores sostienen que los proyectos sostenibles ayudan a reducir el costo de capital porque los grupos de interés valoran el compromiso social de los emisores (Chava, 2014; Arellano-Cadena & Pérez-Delgado, 2019) y la mejor administración de riesgos (Zerbib, 2019). Por el otro, existe la posición tradicional del objetivo de maximizar la riqueza de los accionistas, bajo la cual los proyectos verdes, siendo más riesgosos que los proyectos convencionales, tendrían un mayor costo de financiamiento (Magnanelli & Izzo, 2017). Una cuestión vinculada es la necesidad de mayor liquidez en este mercado (Febi y otros, 2018), ya que es incipiente y notablemente más pequeño que el mercado de bonos tradicionales (Horna-Zegarra, 2020).

## 2.2. Reporte de información sobre gobierno corporativo en la Argentina

La Res. CNV 797/19 requiere a las emisoras de títulos negociables, excepto pymes, la presentación de un reporte sobre su CGS. El nuevo CGS sustituye del principio de “cumplir o explicar” por “aplicar o explicar”, que en los considerandos la norma define como:

La nueva modalidad del código es “aplique o no, explique”, es decir, una empresa que decide omitir una práctica puede, no obstante, cumplir con los estándares de buen gobierno corporativo enunciados en el código, siempre y cuando su justificación se encuentre alineada a los principios que se intenta proteger. (Considerandos de la Res. CNV 797/19)

Los contenidos principales de la Res. CNV 797/19 se presentan en la tabla 1, donde puede observarse que la mayor parte de sus prácticas están centradas en las funciones del directorio.

Tabla 1: Contenidos de la Res. CNV 797/19 CGS

Capítulo	Contenidos principales
A- Función del Directorio	<p>Contiene cinco principios y cinco prácticas (P).</p> <p>P1: Rol del directorio en la cultura, misión, visión y valores de la empresa.</p> <p>P2: Rol del directorio en el plan estratégico (incluyendo factores de GC y ambientales) y su implementación mediante indicadores de desempeño.</p> <p>P3: Rol del directorio en la supervisión de la gerencia y responsabilidad de ésta en el control interno.</p> <p>P4: Rol del directorio en el diseño, implementación y control del GC.</p> <p>P5: Disponibilidad de tiempo de los miembros del directorio. Reglas de funcionamiento del directorio claras y formalizadas, divulgadas en el sitio web de la sociedad.</p>
B- La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa	<p>Contiene tres principios y cinco prácticas.</p> <p>P6: Responsabilidad del presidente del directorio y de los comités en la organización de las reuniones.</p> <p>P7: Responsabilidad del presidente del directorio en la implementación de procesos formales de evaluación anual del órgano.</p> <p>P8: Responsabilidad del presidente del directorio en la capacitación continua de sus miembros.</p> <p>P9: Rol de la secretaría corporativa en la asistencia de la organización del directorio y en la comunicación con la gerencias y accionistas.</p> <p>P10: Responsabilidad del presidente del directorio en el desarrollo participativo de un plan de sucesión del gerente general.</p>
C- Composición, Nominación y Sucesión del Directorio	<p>Contiene dos principios y cuatro prácticas.</p> <p>P11: Mínimo de dos miembros del directorio con condición de independientes.</p> <p>P12: Comité de nominaciones con mínimo de tres miembros y presidente independiente.</p> <p>P13: Plan de sucesión para miembros del directorio, a través del comité de nominaciones.</p> <p>P14: Programa de orientación para nuevos integrantes del directorio.</p>

D-Remuneración	<p>Contiene un principio y dos prácticas.</p> <p>P15: Comité de remuneraciones con tres miembros, todos independientes o no ejecutivos.</p> <p>P16: Rol del comité de remuneraciones en establecer las remuneraciones del gerente general y del directorio.</p>
E-Ambiente de control	<p>Contiene cinco principios y cinco prácticas.</p> <p>P17: Rol del directorio en determinar el apetito al riesgo y supervisar la existencia de un sistema integral de control de riesgos.</p> <p>P18: Rol del directorio en el monitoreo de la auditoría interna independiente y en garantizar los recursos para un plan de auditoría en base a riesgos.</p> <p>P19: Independencia de los miembros de la auditoría interna.</p> <p>P20: Comité de auditoría dentro del directorio, con un reglamento, mayoría de miembros independientes y que no incluya al gerente general.</p> <p>P21: Política de selección y monitoreo de los auditores externos, aprobada por el directorio con base a la opinión del comité de auditoría.</p>
F- Ética, Integridad y Cumplimiento	<p>Contiene dos principios y tres prácticas.</p> <p>P22: Comité de ética y conducta aprobado por el directorio. Código de ética y conducta comunicado y aplicable a todos los miembros de la empresa.</p> <p>P23: Programa de ética e integridad, aprobado y monitoreado por el directorio.</p> <p>P24: Mecanismos formales para prevenir y tratar conflictos de interés. Política aprobada por el directorio para transacciones entre partes relacionadas.</p>
G- Participación de los Accionistas y Partes Interesadas	<p>Contiene cuatro principios y cinco prácticas.</p> <p>P25: Contenidos del sitio web de la empresa (información financiera y no financiera, un área especializada para consultas de inversores).</p> <p>P26: Rol del directorio en asegurar un procedimiento de identificación y clasificación de las partes interesadas y un canal de comunicación para las mismas.</p> <p>P27: Paquete de información provisorio para los accionistas previo a la asamblea.</p> <p>P28: Uso de medios virtuales para la comunicación con los accionistas y su participación en la asamblea.</p> <p>P29: Política de dividendos que establece frecuencia y criterios del pago de dividendos.</p>

Fuente: Elaboración propia con base a la Res. CNV 797/19.

La sostenibilidad es un concepto transversal en el CGS. La Res. CNV 797/19 considera dentro de las funciones del directorio desarrollar las bases para “asegurar el éxito sostenible de la compañía” (principio I). Por lo tanto, el plan estratégico debe considerar factores ambientales, sociales y de gobierno societario (práctica 2). Para esto es fundamental el plan de capacitación de los miembros del directorio, que debería comprender temas como la “gestión integral de riesgos empresariales, conocimientos específicos del negocio y sus regulaciones, la dinámica de la gobernanza de empresas y temas de sustentabilidad y responsabilidad social empresaria, entre otros” (orientación de la práctica 8). El directorio cuenta con la asistencia de la secretaría corporativa, la cual “puede asistir a los miembros del directorio en la producción de reportes anuales y de sustentabilidad; guiar al Directorio en el desarrollo e implementación de planes de involucramiento con partes interesadas” (orientación práctica 9).

La Res. CNV 797/19 considera fundamental la existencia de un sistema integral de gestión de riesgos que “identifique, evalúe, decida el curso de acción y monitoree los riesgos a los que se enfrenta la compañía, incluyendo -entre otros- los riesgos medioambientales, sociales y aquellos inherentes al negocio en el corto y largo plazo” (práctica 17).

Por otra parte, el CGS establece en su principio 22 que la compañía deberá tener en cuenta los intereses de sus partes interesadas. Esto implica la divulgación de información financiera y no financiera (práctica 25) y desarrollar un proceso de identificación y clasificación de sus partes interesadas y un canal de comunicación para las mismas (práctica 26). Considerando la perspectiva de género, la Res. CNV 797/19 introduce en la orientación a la práctica 13 la relevancia de la equidad en las remuneraciones y en el acceso a los puestos de liderazgo.

Considerando el impacto de la divulgación de información ASG en el costo de capital (Fornero, 2006), se observa un creciente interés por parte de los *stakeholders* (Tsang y otros, 2023). Ramírez y otros (2022) encuentran evidencia a favor de la relevancia de la transparencia en la información ASG sobre el valor de las empresas latinoamericanas, como ya se había reportado previamente en otros países (como por ejemplo Bachoo y otros, 2013; Martínez-Ferrero, 2014; Martínez-Ferrero y otros, 2017; Gupta, 2018).

### 3. METODOLOGÍA

El abordaje metodológico consiste en una investigación cualitativa a través del análisis documental como técnica de recolección de datos. Los documentos analizados son los CGS de las empresas seleccionadas y sus nóminas de autoridades, información disponible en forma libre y gratuita en el sitio web de la CNV. Se realiza un análisis de contenido temático de la última versión publicada del CGS para cada sociedad, centrado en los factores ASG.

Se define a la población como las emisoras de bonos SVS en el sector de energías alternativas, por encontrarse aquí el mayor porcentaje de emisiones (73,5% según CNV, 2023a). A fines de determinar una población homogénea en relación al marco normativo, se excluyen las emisoras de acciones, sujetas a requisitos diferenciales sobre GC en función de la Ley General de Sociedades y las Normas CNV<sup>1</sup>. Tampoco se incluyen las emisoras que califican como pyme, por estar exceptuadas de presentar el CGS (Res. CNV 797/19). De esta forma, se identifican tres empresas que conforman la población bajo estudio, que se presentan en la tabla 2<sup>2</sup>.

Tabla 2. Empresas estudiadas

Emisora	Activos totales al 31/12/2022	Información analizada
Luz Tres Picos	\$75.821.043.000	CGS 2022. Primera emisión SVS octubre 2021.
Genneia	\$200.180.000.000	CGS 2022. Primera emisión SVS septiembre 2021.
AES Argentina	\$155.217.680.000	CGS 2022. Primera emisión SVS marzo 2020.

Fuente: Elaboración propia con base a información de la CNV.

Luz de Tres Picos SA (LTP) es subsidiaria indirecta de Petroquímica Comodoro Rivadavia SA (PCR), opera el Parque Eólico San Jorge y El Mataco ubicado al sur de la Provincia de Buenos

<sup>1</sup>Por ejemplo, las emisoras de acciones están obligadas a constituir dentro del directorio un comité de auditoría con mínimo dos miembros independientes.

<sup>2</sup> Si bien se estudian solo tres empresas, no se trata específicamente de un estudio de casos (Castro-Monte, 2010), ya que no son casos específicos de un universo mayor, sino que estas tres empresas constituyen toda la población bajo estudio.



Aires. Genneia SA es una empresa de generación de energías renovables que ha realizado siete emisiones de bonos verdes. La sociedad también presenta un reporte de sustentabilidad, estando disponibles a la fecha de esta investigación las ediciones 2020, 2021 y 2022. AES Argentina Generación S.A. es una filial de AES Corporation, compañía multinacional de soluciones energéticas, que ha realizado emisiones de bonos verdes<sup>3</sup> destinados a financiar la construcción del parque eólico “Vientos Neuquinos” (CNV, 2021).

## 4. RESULTADOS

### 4.1. Luz Tres Picos SA.

En primer lugar, se presenta en la tabla 3 el resumen de los principales contenidos del CGS 2022 de la sociedad Luz Tres Picos SA. En las primeras dos prácticas, vinculadas con la cultura, misión, visión, valores y plan estratégico de la empresa, se mencionan en forma explícita el desarrollo sustentable y las cuestiones ambientales. La preocupación sobre el desarrollo sustentable también se menciona en la práctica 17 sobre gestión integral de riesgos.

Tabla 3: Principales contenidos del CGS 2022 de Luz Tres Picos SA

Capítulo	Prácticas
A- Función del Directorio	<p>P1: Se menciona dentro de los valores el respeto por la diversidad y la cultura local, y el respeto y protección del medio ambiente.</p> <p>P2: Se menciona la gestión corporativa sustentable sobre la base de la preservación de los aspectos ambientales.</p> <p>P3: El directorio realiza el seguimiento de la gerencia, pero no existe una política formal.</p> <p>P4: El directorio asume los roles de diseño, implementación y control del GC.</p> <p>P5: Se detalla la existencia de un programa de integridad cuya aplicación está a cargo del comité de ética de PCR. No se menciona el sitio web de la empresa.</p>
B- La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa	<p>P6: El presidente del directorio convoca las reuniones con suficiente antelación y pone a disposición la información necesaria.</p> <p>P7: Se detallan procedimientos de evaluación del directorio, si bien no se cuenta con un procedimiento formal de evaluación anual.</p> <p>P8: Se nombran criterios de capacitación del directorio (no se menciona la gestión integral de riesgos). No se cuenta con un programa formal de capacitación.</p> <p>P9: No existe secretaría corporativa, ocupando sus funciones el presidente del directorio y la gerencia de legales. No se menciona comunicación con partes interesadas.</p> <p>P10: No existen procedimientos escritos de sucesión del gerente general.</p>
C- Composición, Nominación y Sucesión del Directorio	<p>P11: El directorio no cuenta con miembros independientes.</p> <p>P12: No se cuenta con un comité de nominaciones. Las decisiones las toma el presidente junto con la gerencia de RRHH.</p> <p>P13: Sobre la elección de los miembros del directorio, se detalla que los mismos pertenecen a las dos familias accionistas mayoritarias y son seleccionados por su idoneidad. No se mencionan cuestiones de género.</p> <p>P14: No se cuenta con un programa específico de orientación para nuevos miembros</p>

<sup>3</sup>Este bono no se encuentra incluido en el panel SVS.

	del directorio. Se explica que al ser siempre los miembros de las familias accionistas, conocen el negocio.
D- Remuneración	P15: No existe un comité de remuneraciones. Las decisiones las toma el directorio junto con el gerente general considerando la normativa vigente y el manual de políticas y procedimientos de RRHH. P16: Las remuneraciones se fijan según las evaluaciones llevadas a cabo por el presidente con la participación de consultores en RRHH, según las pautas del manual de políticas y procedimientos de RRHH.
E- Ambiente de control	P17: El monitoreo de los riesgos realizado por el directorio a través de la presidencia de PCR. Se aclara que se considera la política general de PCR de desarrollo sustentable, cuidado de medioambiente y respeto por comunidades locales. P18: El sistema de auditoría, el estado de gestión de riesgos y los sistemas de control interno, son llevados a cabo a través de la estructura administrativa de PCR, P19: El gerente de auditoría interna de PCR brinda opinión independiente y está altamente capacitado. P20: Informa que no se encuentra obligada a conformar un comité de auditoría por no cotizar acciones. P21: La función de selección y monitoreo de auditores externos la realiza el directorio con asesoramiento del comité de auditoría de PCR.
F- Ética, Integridad y Cumplimiento	P22: Adopta las políticas y estándares establecidos en el programa de integridad de PCR. Se nombran como valores prioritarios: ética, honestidad, transparencia, equidad, respeto por la diversidad, respeto y protección de medio ambiente; respeto y cumplimiento de la seguridad y salud en el trabajo. La implementación de este programa se encuentra a cargo de la gerencia de Legales y Compliance y del comité de ética de PCR. P23: Se detalla nuevamente el programa presentado en la práctica 22, pero no se menciona el rol del directorio. P24: Se menciona nuevamente el programa detallado en la práctica 22. Todas las sociedades del grupo PCR, sus accionistas, colaboradores y proveedores externos se encuentran sujetos a las condiciones del programa de integridad a fines de prevenir y gestionar conflictos de interés.
G- Participación de los Accionistas y Partes Interesadas	P25: Se informa el sitio web del grupo PCR, indicando que se publica información “suficiente para eventuales inversores”. P26: Se indica que la “identificación y clasificación de partes interesadas se realiza a través de la notificación mediante el formulario de conflicto de interés que completan todos los integrantes del Grupo PCR”, que resguarda la gerencia de RRHH de PCR. No se mencionan canales de comunicación, se centra en los conflictos de interés. P27: Se explica que se remite el material necesario a los accionistas cuando hay puntos que requieren análisis previo a la asamblea. P28: Se envían los paquetes de información por medios electrónicos a los accionistas, pero no se menciona participación virtual en la asamblea. P29: Los dividendos a distribuir se determinan en la asamblea. No se menciona una política de dividendos.

Fuente: Elaboración propia con base al CGS 2022 de Luz Tres Picos SA.

## 4.2. Genneia SA

A continuación, se presenta en la tabla 4 el resumen de los principales contenidos del CGS 2022 de la sociedad Genneia SA. La sustentabilidad solo se menciona en la práctica 2, lo cual es

llamativo porque la sociedad emite un reporte de sustentabilidad en forma anual, publicado en su sitio web.

Tabla 4: Principales contenidos del CGS 2022 de Genneia SA

Capítulo	Prácticas
A- Función del Directorio	<p>P1: Se mencionan el programa de integridad y compliance y el código de conducta. No se detallan cuáles son la misión, visión y valores de la sociedad.</p> <p>P2: Se presentan a la sustentabilidad y el medio ambiente como factores del sistema integrado de gestión.</p> <p>P3: Se adopta un modelo de control interno de tres líneas de defensa.</p> <p>P4: Solo se indica la aprobación y modificaciones del CGS.</p> <p>P5: Existe un código de gobierno de la empresa y un reglamento del comité de auditoría. No se menciona el sitio web de la empresa.</p>
B- La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa	<p>P6: El presidente del directorio<sup>4</sup> y los presidentes de los comité convocan las reuniones o son responsables por esto.</p> <p>P7: Se emplean tecnologías para facilitar la participación de todos sus miembros y la accesibilidad a la información, pero no se mencionan procedimientos de evaluación.</p> <p>P8: Se describe en forma general que existen capacitaciones, las cuales incluyen material sobre el programa de integridad y compliance.</p> <p>P9: La secretaría corporativa está a cargo del departamento de legales. No se menciona la comunicación con partes interesadas.</p> <p>P10: Solo se indica que se cumple lo establecido en la reglamentación interna de la sociedad (código de gobierno, el estatuto y acuerdo de accionistas) sin detallar el plan de sucesión del gerente general.</p>
C- Composición, Nominación y Sucesión del Directorio	<p>P11: El directorio cuenta con dos miembros independientes, aclarando que no está obligada por no hacer oferta pública de acciones.</p> <p>P12: No se cuenta con un comité de nominaciones sino con un comité de capital humano, del cual se detalla su conformación. No se requiere que lo integren directores independientes.</p> <p>P13: No se menciona un plan de sucesión para miembros del directorio. Para el gerente general se siguen los lineamientos del código de gobierno (que no se detallan). Existe un programa de análisis de las capacidades organizacionales para gerentes de primera línea. No se señalan cuestiones de género.</p> <p>P14: No se nombra un programa de orientación, solo se indica que se brinda la información necesaria a los directores.</p>
D- Remuneración	<p>P15: No existe un comité de remuneraciones. Se menciona nuevamente al comité de capital humano.</p> <p>P16: Las remuneraciones se fijan en la asamblea de accionistas, siendo la opinión del comité de capital humano no vinculante.</p>
E- Ambiente de control	<p>P17: Se menciona nuevamente el sistema integrado de gestión. Se explica que existe dentro de este sistema un programa de gestión de riesgos alineado al Modelo COSO 2017. No se especifican los tipos de riesgos que enfrenta la compañía.</p> <p>P18: La función de Auditoría Interna reporta directamente al Comité de Auditoría.</p> <p>P19: Se informa que el auditor interno cuenta con certificación del <i>Institute of Internal Auditors</i> y que es independiente.</p> <p>P20: Se indica que, aunque no se encuentra obligada, la sociedad cuenta con un</p>

<sup>4</sup>Se observa un error en el CGS 2022 de la sociedad, que en vez de referirse al presidente de directorio emplea la frase “cargo a definir” en todo el capítulo B.

	<p>comité de auditoría con dos miembros independientes y donde no participa al gerente general.</p> <p>P21: El comité de auditoría opina sobre la selección de los auditores externos e informa sobre su desempeño.</p>
F- Ética, Integridad y Cumplimiento	<p>P22: El código de conducta se encuentra disponible en la página web de la empresa, mencionando la URL.</p> <p>P23: Se presenta detalladamente el programa de integridad, mencionando que es aprobado por el directorio.</p> <p>P24: Se explican los mecanismos formales implementados (código de gobierno, código de conducta, código de conducta de proveedores, cuestionarios de debida diligencia para clientes y proveedores estratégicos, política de información privilegiada).</p>
G- Participación de los Accionistas y Partes Interesadas	<p>P25: Se informa la URL del sitio web y el email de consultas para inversores, indicando que se publica información “relevante”. No se menciona que la sociedad publica un reporte de sostenibilidad.</p> <p>P26: Existe un proceso de identificación de partes interesadas en el sistema integrado de gestión, donde éstas son calificadas y gestionadas. Se menciona que existen canales de comunicación para cada una en el sitio web. También se realizan charlas abiertas en las comunidades locales y encuestas a partes interesadas.</p> <p>P27: La información relevante es enviada a los accionistas en forma previa a la asamblea.</p> <p>P28: Se envían los paquetes de información por medios electrónicos a los accionistas, y se permite la participación virtual en la asamblea.</p> <p>P29: Se indica que el pago de dividendos lo decide la asamblea. Se aclara además que por la emisión de obligaciones negociables se restringen las posibilidades de pago de dividendos.</p>

Fuente: Elaboración propia con base al CGS 2022 de Genneia SA.

#### 4.3. AES SA

El reporte de CGS tiene la particularidad de indicar para cada práctica si la sociedad considera que aplica la misma, si no la aplica pero cumple el principio que inspira la práctica (se señala esto para las P7, P9 a P16, P26, P28), si aplica parcialmente y cumple con el principio que inspira la práctica (indicado para las P18 y P27) o no aplica (solo para la P29), siguiendo la autoevaluación requerida por el CGS anterior (Res. CNV 606/12). Se presenta en la tabla 5 el resumen de los principales contenidos del CGS 2022 de la sociedad AES SA. La sustentabilidad aparece en las primeras dos prácticas vinculadas a la misión y plan estratégico, en la P17 (evaluación de riesgos), en la P22 (relación con las partes interesadas) y en la P23 (programa de ética e integridad). La diversidad/equidad de género se menciona en la P5 (miembros del directorio) y en la P15 (diseño de remuneraciones). No se informa en el CGS que a nivel global el grupo AES elabora un reporte de factores ASG.

Tabla 5: Principales contenidos del CGS 2022 de AES SA

Capítulo	Prácticas
A- Función del Directorio	<p>P1: Se detallan la misión del grupo AES (“acelerar el futuro de la energía, juntos) y sus valores (seguridad, altos estándares y todos juntos).</p> <p>P2: Se explican los objetivos del plan estratégico, donde se mencionan los proyectos de energía renovable</p> <p>P3: Se especifica el procedimiento de supervisión de la gerencia de primera línea, realizado a nivel local y global.</p> <p>P4: Se mencionan los documentos existentes y la participación del directorio. No se indica el sitio web de la empresa.</p> <p>P5: Se explica que el directorio está compuesto por cinco miembros titulares y cinco suplentes (una mujer entre estos últimos), que se dedican exclusivamente a la sociedad. Se brindan CVs breves de cada miembro del directorio. Se informa que no hay comités, secretaría corporativa ni reglamento de funcionamiento del directorio.</p>
B- La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa	<p>P6: Las funciones de secretaría corporativa son cumplidas por Dirección general de asuntos legales y regulatorios de la sociedad.</p> <p>P7: No hay un proceso formal local. Cada miembro del directorio es sometido a la evaluación de desempeño realizada a nivel global.</p> <p>P8: No se ha aprobado una política de capacitación y entrenamiento para miembros del directorio y gerentes de primera línea. Existe una política regional de capacitación provista por el grupo AES.</p> <p>P9: Se explica que no hay una secretaría corporativa, sino que otro órgano ejerce sus funciones. Se detalla la composición de propiedad de la empresa (0.2% accionistas minoritarios) y que el Departamento de relaciones con inversionistas asume las comunicaciones con éstos.</p> <p>P10: La sociedad no cuenta con la figura de gerente general. Se describe el proceso de reclutamiento a cargo del Centro de Servicios Compartidos del Grupo AES.</p>
C- Composición, Nominación y Sucesión del Directorio	<p>P11: El directorio no posee miembros independientes, aclarando que no está obligada por no hacer oferta pública de acciones. La mayoría de los miembros tiene carácter ejecutivo.</p> <p>P12: No se cuenta con un comité de nominaciones.</p> <p>P13: No existe un plan de sucesión para miembros del directorio.</p> <p>P14: No posee un programa de orientación, ya que los directores son elegidos por su experiencia en la actividad.</p>
D- Remuneración	<p>P15: No existe un comité de remuneraciones. Las remuneraciones de gerentes y empleados son definidas por un comité de AES Corporation (externo a la sociedad local) en consulta con el directorio de la sociedad.</p> <p>P16: Se indica que es la misma justificación que la P15.</p>
E- Ambiente de control	<p>P17: El directorio identifica y evalúa los principales factores de riesgos, se menciona que se impulsan las mejores prácticas en materia de sustentabilidad.</p> <p>P18: El directorio no cuenta con un comité de auditoría, aclarando que no está obligada por no hacer oferta pública de acciones. Se cuenta con una Dirección de Auditoría Interna Regional, que presta servicios independientes. A nivel local, la Sociedad cuenta con un área encargada de la auditoría interna.</p> <p>P19: Se explica por qué la Dirección de Auditoría Interna Regional es independiente funcionalmente.</p> <p>P20: Se indica que es la misma justificación que la P15.</p>

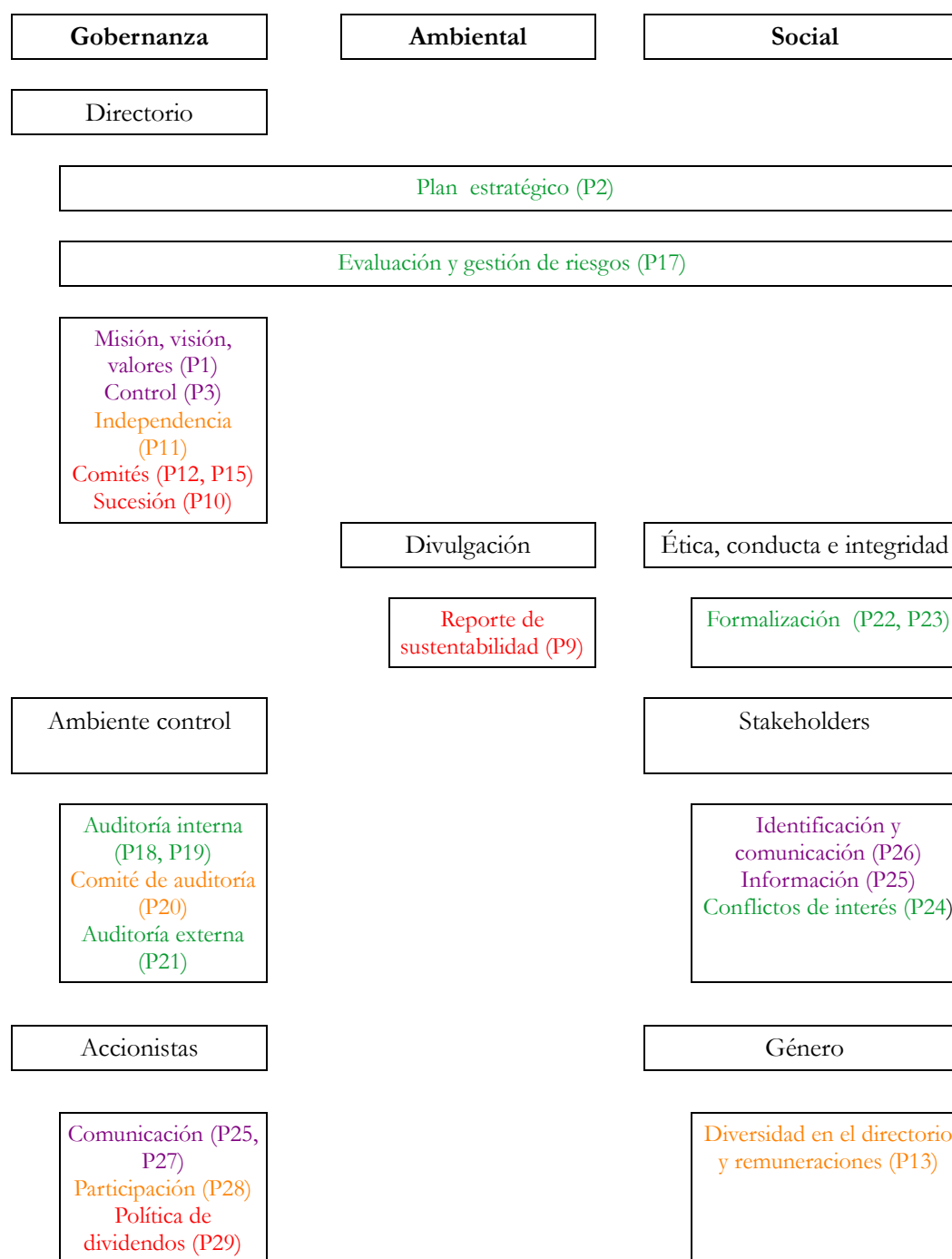
	<p>P21: No se cuenta con una política de selección y monitoreo de auditores externos a nivel local, justificado en que a nivel global el grupo sí cuenta con esta política.</p>
F- Ética, Integridad y Cumplimiento	<p>P22: Existe a nivel global una guía de los valores de AES y código de conducta AES, que incluye la política sobre conflictos de intereses. Se describen los procesos de comunicación y prevención de conflictos de intereses.</p> <p>P23: El programa de ética e integridad de AES Argentina se encuentra definido por el código de conducta AES. Se detallan las políticas específicas que lo complementan. Se realizan procesos de selección basados en la forma de hacer negocios de manera sustentable y responsable.</p> <p>P24: El código de conducta AES prevé los mecanismos internos y externos aplicables a los efectos de prevenir y considerar los conflictos de interés. El directorio no ha aprobado una política específica de transacciones entre partes relacionadas.</p>
G- Participación de los Accionistas y Partes Interesadas	<p>P25: Se informa la URL del sitio web y las secciones del mismo. No se menciona que a nivel global el grupo publica un reporte de factores ASG.</p> <p>P26: No existe un plan de involucramiento formal de partes interesadas, por considerarse que estos procesos están garantizados. Se describe la clasificación en partes internas y externas, y las formas de comunicación con éstas.</p> <p>P27: No existe un mecanismo formal de envío de un paquete provisorio de información.</p> <p>P28: El estatuto no permite la participación virtual en la asamblea.</p> <p>P29: Se indica que el pago de dividendos lo decide la asamblea. No se considera necesaria una política de dividendos, fundamentado en su naturaleza de empresa de capital cerrado.</p>

Fuente: Elaboración propia con base al CGS 2022 de AES SA.

#### 4.4. Comparación de la divulgación de información ASG en el marco del CGS

En la figura 1 se presenta la esquematización de los temas abordados en el CGS sobre factores ASG, en función de su nivel de aparición en la divulgación de información. La formulación del plan estratégico y la política de evaluación y gestión de riesgos están presentes en los tres casos y son transversales a las dimensiones ASG, aunque el nivel de detalle observado en los casos estudiados es bastante heterogéneo.

Figura 1. Nivel de desarrollo de la divulgación de información ASG\*



Fuente: Elaboración propia.

\*Nota: En color verde se indican los temas abordados por los tres casos bajo estudio; en color violeta, por dos casos; en color naranja, por un caso; en color rojo, en ningún caso. Entre paréntesis se señala la práctica relacionada.

En la dimensión de gobernanza se divulga mayormente información relacionada con el directorio, además de las mencionadas previamente, se observa en dos casos información sobre misión, visión y valores, y sobre el rol de control de este órgano. Al tratarse de sociedades que no emiten acciones, la presencia de directores independientes aparece en un solo caso. Ninguna de las emisoras estudiadas posee comités de nominaciones o remuneraciones dentro del directorio, ni informa planes de sucesión para el directorio o para el gerente general. Dentro de la dimensión gobernanza, un segundo aspecto incluido es Ambiente de control, donde se encuentran presente en todos los casos la información sobre auditoría interna y externa, siendo funciones dependientes de la casa matriz global en LTP y AES. Solo una sociedad posee comité de auditoría local. El último aspecto capturado en esta dimensión corresponde a la relación con los accionistas, encontrándose en dos casos información sobre la comunicación con los mismos. Los procedimientos de participación virtual en la asamblea solo están presentes en una sociedad, y ninguna de las emisoras ha establecido una política de distribución de dividendos.

La dimensión ambiental presenta pocos contenidos en el CGS. Además de mencionarse en el plan estratégico y la política de evaluación y gestión de riesgos, se hace referencia a la divulgación sobre contenidos de sustentabilidad. Ninguna de las sociedades menciona en su CGS la presentación de un reporte de sustentabilidad, ni siquiera Genneia que lo publica anualmente en su sitio web.

Por último, la dimensión social, además de mencionarse en el plan estratégico y en la política de evaluación y gestión de riesgos, aparece en el CGS con contenidos vinculados a la ética, conducta e integridad, la relación con los *stakeholders*, y la diversidad y equidad de género. En las tres sociedades estudiadas se encuentran formalizadas las cuestiones referidas a ética, conducta e integridad, así como los mecanismos de prevención y resolución de conflictos de interés con las partes interesadas. Sin embargo, los procedimientos de identificación y comunicación con las partes interesadas se describen solo en dos casos, mientras que los temas de género aparecen solo en una de las sociedades estudiadas. El CGS no menciona aspectos vinculados con seguridad e higiene, estándares laborales o derechos humanos.

## 5. COMENTARIOS FINALES

El objetivo de este trabajo es analizar la presentación de información en el CGS en empresas emisoras de bonos SVS en la Argentina, con foco en la divulgación sobre factores ambientales, sociales y de gobernanza. El análisis de la información muestra una baja incidencia de la comunicación de aspectos vinculados a la sustentabilidad a través de este reporte.

Al considerar los factores ASG, el plan estratégico y la evaluación y gestión de riesgos son transversales a las tres dimensiones. Tiene mayor desarrollo en el CGS la dimensión gobernanza, centrada en tres aspectos: directorio, ambiente de control y accionistas. La información sobre el directorio resulta central en este reporte (funciones y composición) y dentro de ambiente de control, resaltan la auditoría interna y externa. Sobre el factor ambiental, el CGS solo menciona la divulgación de información sobre el reporte de sustentabilidad, lo cual no se cumple en ninguna de las emisoras analizadas. En la dimensión social, la formalización de políticas de ética y conducta, y de prevención y resolución de conflictos de interés con partes interesadas aparecen en todas las sociedades analizadas, aunque en un solo caso se mencionan cuestiones de género. Este análisis muestra las falencias del modelo de CGS vigente en la Argentina bajo las tendencias actuales de las finanzas sostenibles.

Llama la atención que aún en el caso de sociedades que reportan información ASG en otros documentos, estos contenidos no se incluyen en el CGS. Esta disociación en la divulgación de información marca la necesidad de convergencia a un reporte ASG integrado como señala la OCDE (2023), considerando estándares que permitan la comparabilidad en el tiempo y entre



distintos países. Para las emisoras esto implicaría la simplificación del proceso de divulgación, llevando a la disminución de los costos de generación de reportes. Asimismo, considerando la relevancia para los *stakeholders*, (Chava, 2014; Arellano-Cadena & Pérez-Delgado, 2019), la existencia de un reporte ASG integrado permitirá a inversores y organismos de control una búsqueda y análisis más eficiente de la información divulgada.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AES (2020). Aviso de resultados de colocación.  
<https://aif2.cnv.gov.ar/presentations/publicview/4ac8aad7-ec86-443a-969e-7d49c00108e3>
- Arellano-Cadena, R., & Pérez-Delgado, L. (2019). Bonos verdes versus bonos convencionales: ¿existe una demanda diferenciada en México?. *The Anáhuac Journal*, 19(1), 59-88.  
<https://doi.org/10.36105/theanahuacjour.2019v19n1.03>
- Bachoo, K.; Tan, R.; Wilson, M. (2013) Firm Value and the Quality of Sustainability Reporting in Australia. *Australian Accounting Review*, 23, 67–87. <https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2012.00187.x>
- Bolsa y Mercados Argentinos (2020). Guía de bonos sociales verdes y sustentables en el panel de BYMA. [https://www.byma.com.ar/wp-content/uploads/dlm\\_uploads/2019/08/BYMA-GUIA-BONOS-SVS-2020-08.pdf](https://www.byma.com.ar/wp-content/uploads/dlm_uploads/2019/08/BYMA-GUIA-BONOS-SVS-2020-08.pdf)
- Bhutta, U. S., Tariq, A., Farrukh, M., Raza, A., & Iqbal, M. K. (2022). Green bonds for sustainable development: Review of literature on development and impact of green bonds. *Technological Forecasting and Social Change*, 175, 121378. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.121378>
- Castro-Monge, E. C. (2010). El estudio de casos como metodología de investigación y su importancia en la dirección y administración de empresas. *Revista Nacional de Administración*, 1(2), 31-54.
- Chava, S., 2014. Environmental externalities and cost of capital. *Managerial Science*. 60 (9), 2223–2247. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2013.1863>
- Comisión Nacional de Valores. (2013). Normas Comisión Nacional de Valores 2013. Aprobadas por Ley 26.831 y Decreto Reglamentario 1023/2013.
- Comisión Nacional de Valores. (2018). Resolución General 622/2013 (cnv n.t. 2013) – modificación.
- Comisión Nacional de Valores. (2019a). Resolución General 797/2019. Normas (N.T. 2013 y mod.). Modificación. Código de Gobierno Societario.
- Comisión Nacional de Valores (2019b). Propuesta para la formulación de una nueva definición de director independiente.  
[https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe\\_director\\_independiente\\_2.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_director_independiente_2.pdf)
- Comisión Nacional de Valores (2021). Informe sobre mercado de Bonos Temáticos en Argentina- Octubre 2021. [https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe\\_cnv\\_6\\_act.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_cnv_6_act.pdf)
- Comisión Nacional de Valores (2023a). Mercado de deuda sostenible en Argentina. Reporte 2022. [https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe\\_deuda\\_sostenible\\_2023-0304.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_deuda_sostenible_2023-0304.pdf)

- Comisión Nacional de Valores (2023b). Panel de bonos SVS.  
<https://www.byma.com.ar/productos/bonos-svs/>
- Febi, W., Schafer, D., Stephan, A., & Sun, C., (2018). The impact of liquidity risk on the yield spread of green bonds. *Finance Research Letters*, 27, 53–59.  
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.02.025>
- Fornero, R. (2006). El valor de parecer bueno. XXVII Jornadas Nacionales de Administración Financiera. <https://www.sadaf.com.ar/index.php?act=doDescargarPublicacion&id=140>
- Gupta, K. (2018) Environmental Sustainability and Implied Cost of Equity: International Evidence. *Journal of Business Ethics*, 147, 343–365.  
<https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-015-2971-z>
- Horna Zegarra, I. E. (2020). Perspectivas del financiamiento corporativo y el mercado de valores del Perú. *Retos Revista de Ciencias de la Administración y Economía*, 10(19), pp. 135-152.  
<https://doi.org/10.17163/ret.n19.2020.08>
- Magnanelli, B.S., & Izzo, M.F., (2017). Corporate social performance and cost of debt: the relationship. *Social Responsibility Journal*, 13 (2), 250–265. <https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2016-0103>.
- Martínez-Ferrero, J. (2014) Effect of sustainable practices on capital costs and corporate reputation. *Rev. Contab. Account. Rev.* 2014, 17, 153–162.  
<https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2013.08.008>
- Martínez-Ferrero, J.; & García-Sánchez, I.M. (2017). Sustainability assurance and cost of capital: Does assurance impact on credibility of corporate social responsibility information? *Business Ethics, Environment and Responsibility*, 26, 223–239. <https://doi.org/10.1111/beer.12152>
- Ley 19.550. Ley General de Sociedades. Modif. Ley 26994/27077. Boletín Oficial de la Nación Argentina, Buenos Aires, Argentina, 8 de octubre de 2014.
- Ley 26.831. Mercado de Capitales. Boletín Oficial de la Nación Argentina, Buenos Aires, Argentina, 27 de diciembre de 2012.
- Ministerio de Economía (2022). Mesa técnica de finanzas sostenibles.  
<https://www.argentina.gob.ar/economia/asuntosinternacionales/mesafs>
- OCDE (2023). Corporate governance principles. <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>
- Pacto Mundial (2022). Criterios ESG y su relación con los ODS.  
<https://www.pactomundial.org/noticia/criterios-esg-y-su-relacion-con-los-ods/>
- Ramírez, A. G., Monsalve, J., González-Ruiz, J. D., Almonacid, P., & Peña, A. (2022). Relationship between the cost of capital and environmental, social, and governance scores: Evidence from latin america. *Sustainability*, 14(9), 5012. <https://doi.org/10.3390/su14095012>
- Tsang, A., Frost, T., & Cao, H. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) disclosure: A literature review. *The British Accounting Review*, 55(1), 101149.  
<https://doi.org/10.1016/j.bar.2022.101149>
- Zerbib, O.D., (2019). The effect of pro-environmental preferences on bond prices: evidence from green bonds. *Journal of Banking & Finance*, 98, 39–60.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.10.012>