

**La emisión del Bono Social de UN TECHO PARA ARGENTINA: conjunción normativa que posibilitó la primera emisión de una asociación civil en Argentina**

*Por Gabriela Grigioni(\*)*

La reciente emisión y exitosa colocación del primer bono social emitido por Un Techo para Mi Argentina Asociación Civil (“Techo”) por un valor de \$18.000.000, es el reflejo de un largo proceso de preparación de la propia entidad y de adecuación normativa que posibilitó que una asociación civil pueda financiarse en el mercado de capitales. La conjunción del encuadre Bono Social y ON PYME CNV Garantizada ha permitido financiar a esta entidad sin fines de lucro para poder llevar adelante su proyecto para construir una fábrica social.

Es preciso señalar que los bonos sociales, dentro de la Categoría de los Bonos Verdes, Sociales y Sustentables (“SVS”), son aquellos cuyos fondos se aplican exclusivamente para financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad, proyectos sociales elegibles, ya sean nuevos y/o existentes, y que estén alineados con los cuatro componentes principales de los SBP1. Los proyectos sociales tienen por objetivo ayudar a abordar o mitigar un determinado problema social y/o conseguir resultados sociales positivos en especial, pero no exclusivamente, para un determinado grupo de la población.<sup>2</sup>

El encuadre normativo para la emisión de un bono social está dado por las Guías de la Comisión Nacional de Valores (“CNV”) previstas en la RG 896/20213 y de BYMA que posibilitaron la emisión bajo las pautas internacionales SVS4. No obstante ello, el proceso de adecuación que debe realizar una asociación civil para prepararse para emitir obligaciones negociables a los fines de poder financiarse en el mercado de capitales, requirió que la normativa de CNV lo reglamentara.

Durante el proceso preparatorio muchas preguntas debían ser respondidas para lograr el objetivo: ¿cómo se asegura el repago de la emisión?, ¿qué inversores podrían estar interesados en estos bonos?, ¿podían cumplirse los requisitos informativos posteriores al ingreso a la oferta pública? Estos y otros tantos interrogantes desvelan a las asociaciones civiles y generan incertidumbre sobre el posible éxito de un financiamiento en el mercado de capitales con un

---

(\*) Socia del estudio Pérez Alatti, Grondona, Benites & Arntsen ([www.pagbam.com](http://www.pagbam.com)). Centra su práctica en mercados de capitales, banca y finanzas y compliance. Tiene amplia experiencia en los campos de finanzas corporativas, fideicomisos, valores, gobierno corporativo, cumplimiento, reestructuraciones y regulaciones de los mercados de capitales. Asesora a emisores en los mercados de capitales y el área corporativa en diferentes industrias, tales como entidades financieras, energía (petróleo y gas y electricidad) e industria cárnica, entre otras. También tiene una amplia experiencia en representación de clientes en procedimientos administrativos iniciados por la CNV o el Banco Central de Argentina, así como también brinda asesoramiento sobre asuntos de reestructuración que incluyen deudores y acreedores corporativos. Ha sido incluida en la Guía de Chambers Latin America 2016 y ha sido distinguida con el premio “American Business Law Award – Best Finance Lawyer in Latin America” en los años 2013 y 2014” y elegida como “Latin Lawyer Inspiring Women in Law” en el 2013.

1 Los cuatro componentes de los SVS son: i) Uso de los fondos; ii) Proceso de evaluación y selección de proyectos, iii) Gestión de los fondos y iv) Informes.

2 Conf. BYMA-Bonos SVS-Guía.

3 “Guía para la inversión socialmente responsable en el mercado de capitales argentino”.

4 Los “Social Bond Principles” creados por la International Capital Markets Association (en adelante “ICMA”)

destino social. La emisión de Techo responde a muchas de esas preguntas, dado que durante todo el proceso de ingreso a la oferta pública fueron sorteados los escollos normativos con determinación y mucha colaboración de los reguladores.

Hoy tenemos en el mercado la ON PYME Garantizada Clase I de Techo: una asociación civil puede ir a la oferta pública a financiarse y asimismo ser calificado como Bono Social "BS2"<sup>5</sup> brindando un atractivo adicional a los inversores. Conforme a la normativa aplicable, la ON PYME Garantizada puede ser colocada no solo entre inversores institucionales sino también en el público en general, posibilitando que muchos inversores que están ávidos de adquirir estos bonos sociales puedan con ello dar cumplimiento a sus pautas de sustentabilidad financiera. Esta característica adicional amplifica la cantidad de inversores que se acercan al mercado a participar de la suscripción.

#### Encuadre normativo: las asociaciones civiles fueron equiparadas a las PYMEs.

La Ley de Obligaciones Negociables permite a las asociaciones civiles endeudarse emitiendo estos títulos<sup>6</sup>; no obstante ello, los recaudos a cumplir para poder emitirlos bajo el régimen de oferta pública dejaba a muchas entidades a mitad de camino en este proceso, por no poder afrontar los requisitos informativos para ingresar y mantenerse en el régimen general que aplica a cualquier emisor en la oferta pública. Es decir, no estaban previstos en la normativa de CNV los recaudos que debía cumplir una asociación civil como emisora, y en tal sentido debía necesariamente encuadrarse en el régimen de emisión general de obligaciones negociables<sup>7</sup> o bien ingresar bajo el régimen PYME CNV<sup>8</sup>, aspecto éste último que no estaba definido si resultaba aplicable.

Bajo el esquema PYME CNV (algo que podía considerarse similar a los recaudos a cumplir por una asociación civil) el proceso para ingresar al régimen de oferta pública permite una simplificación de los procedimientos para el ingreso y permanencia en el mismo. Conforme a ello, fue necesario que se resolviera este dilema y finalmente el regulador asimiló el régimen de la asociación civil al de una PYME CNV<sup>9</sup>. En base a la nueva normativa la asociación civil puede asimilarse a una Pequeña y Medianas Empresa ("PYMEs") y solicitar la autorización de oferta pública de obligaciones negociables bajo el régimen "PYME CNV" o "PYME CNV GARANTIZADA". Dicha norma permite que las asociaciones civiles puedan ingresar al régimen PYME CNV, aun cuando no cuenten con el Certificado MiPyme, debiendo en tal caso la CNV o la entidad de garantía correspondiente (en caso de una PYME CNV Garantizada) evaluar y controlar que la asociación sea asimilable a una PYME CNV en función de los criterios de facturación establecidos por la SEPYME<sup>10</sup>.

En el caso de la ON PYME CNV Garantizada, como es el caso de la emitida por Techo, debe destacarse la fortaleza del instrumento por contar con la garantía otorgada por parte de "Sociedades de Garantía Recíproca"<sup>11</sup>, las cuales se constituyeron en lisas, llanas y principales pagadoras con renuncia al beneficio de excusión y división: La garantía, por tanto, va a cumplirse en los mismos términos, plazos y condiciones que los previstos en las condiciones de emisión de las obligaciones negociables simples garantizadas de las PYMES CNV, admitiéndose la co-garantía<sup>12</sup>.

---

5 Conf. Informe UNTREF Bonos Sociales "ON PYME GARANTIZADAS CLASE I DE UN TECHO PARA ARGENTINA ASOCIACIÓN" 12/10/2021

6 Conf. artículo 1 Ley 23.962.

7 Conf. Cap. V, Título II, Sección IV art 24 y siguientes de las Normas de la CNV.

8 Conf. Cap.VI, Título II, art. 5 y siguientes de las Normas de la CNV.

9 Conf. Resolución Gral. N°901 de la CNV publicada el 23/08/2021

10 ACA PONER LA REFERENCIA NORAMTIVA DE ESTO

11 Las Sociedades de Garantía Recíproca deben ser autorizadas por la CNV, entre ellas se encuentran: GARANTIZAR SGR; FOGABA; ARGENPYMES SGR; LOS GROBOS SGR; FIDUS SGR; Banco Supervielle S.A.; Banco Santander Río S.A.; Banco de Galicia de Buenos Aires; Banco Hipotecario; etc.

12 Las SGR que garantizan la ON de Techo son: Argenpymes SGR. Acindar Pymes SGRy Crecer SGR.

El proceso de autorización es simplificado y totalmente digital: para la remisión de la información y documentación a la CNV a través de la AIF, la asociación deberá tramitar una credencial de firmante y a partir de allí presentar la documentación requerida por la normativa aplicable. Todas las presentaciones se hacen por Internet, y son excepcionales las presentaciones en soporte papel.

#### Recaudos que debe cumplir la asociación civil que emite un bono social

La decisión de ingresar a la oferta pública mediante la emisión de obligaciones negociables PYME deberá ser aprobada por una asamblea de asociados en la que se haya decidido la emisión, el monto máximo del endeudamiento y sus condiciones, si la ON será garantizada deberá determinarse la garantía y las SGR que garantizarán la emisión (será necesario contar con un Certificado de Garantía otorgado por la o las Entidad/es de Garantía que se designe/n), delegándose a su vez en ciertos funcionarios la determinación de los restantes términos de la emisión no definidos. Deberán asimismo aprobar el prospecto de emisión que describe, de modo simplificado, los aspectos esenciales de los títulos de deuda.

El Prospecto de un bono social que además es ON PYME CNV Garantizada (lo cual es recomendable cuando la entidad depende de aportes de terceros y no tiene suficiente patrimonio para solventar la emisión) debe contener la descripción de la asociación civil (su actividad, objeto, autoridades e información financiera), los términos y condiciones de la obligación negociable: monto, tasa de interés, plazo, condiciones de colocación, etc. También se debe describir a los agentes colocadores, y el proceso de colocación. Tengamos presente que para las emisiones realizadas a través del régimen "PYME CNV GARANTIZADA" sólo será admisible el mecanismo de colocación primaria de "subasta o licitación pública". Ello implica que toda oferta deberá ser cursada directamente por los agentes intervinientes de acuerdo a las órdenes instruidas por los inversores al sistema informático de colocación primaria implementado por el mercado respectivo<sup>13</sup>. El agente colocador no podrá rechazar ninguna oferta recibida y/o cursada al sistema informático de colocación primaria.

Un aspecto esencial es la evaluación de bono social, en la cual la entidad calificadora o evaluadora (Revisor externo) determina las pautas del título valor a ser emitido y lo califica, fundamentalmente apuntando al proyecto para el cual los fondos son destinados.<sup>14</sup>

La descripción del proyecto social elegible es la razón de ser de estos bonos y por ello debe explicarse detalladamente el propósito de su colocación en el mercado. El objeto de que un bono sea social y su finalidad es el proyecto que va a desarrollarse. El destino de los fondos y la explicación del proyecto objeto del bono debe principalmente describir a la población objetivo, es decir a qué sector social intentan los fondos obtenidos con el bono beneficiar. Otro aspecto importante es la aplicación transitoria de los fondos obtenidos en la colocación hasta tanto se afecten al destino específico. Este aspecto es esencial a los fines de mantener el valor de los fondos en un proyecto de inversión.

La descripción del proyecto objeto del bono social, en el caso de Techo, es la construcción de una Fábrica Social, el cual se encuentra alineado con los Principios de Bonos Sociales de 2020 (SBP por sus siglas en inglés) del ICMA (*International Capital Market Association*) y los "Lineamientos para la emisión de Bonos SVS". Asimismo el Proyecto de Fábrica Social se encuentra alineado con los siguientes Objetivos de Desarrollo Sostenible ("ODS") de Naciones Unidas: N° 1, Fin de la pobreza; ODS N°10 Reducción de las desigualdades y ODS N°11 Ciudades y comunidades sostenibles. La descripción del proyecto, su dirección y administración son esenciales.

---

13 Durante el Período de Licitación de las ON de Techo, las ofertas fueron recibidas por Allaria Ledesma & Cía. S.A., Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.U., Banco Hipotecario S.A., Banco Santander Río S.A. y los agentes autorizados, y se ingresaron al Sistema BYMA PRIMARIAS

14 Las Obligaciones Negociables Clase I se encuentran alineadas a los cuatro componentes principales de los Principios de Bonos Sociales de 2020 (SBP por sus siglas en inglés) del ICMA (*International Capital Market Association*) teniendo en cuenta las comunicaciones en el marco de la pandemia del Covid-19 y la Guía de Bonos Sociales Verdes y Sustentables de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. ("BYMA") y están listadas en el Panel de BYMA.

Por su parte, la gestión de los fondos es esencial, es decir, la determinación de la estimación de tiempo en que los fondos serán utilizados con posterioridad a la fecha de emisión y la forma de su aplicación. Por tanto, se debe asegurar cómo se controla dicha aplicación, su trazabilidad y transparencia en el uso de los fondos. La asociación debe acreditar que cuenta con sistemas contables y de gestión que permiten diferenciar los gastos que se vinculan con el proyecto en cuestión. Una alternativa muy utilizada para asegurar el seguimiento de los fondos es utilizar una cuenta bancaria exclusiva para el uso de los fondos del proyecto llevado a cabo por la entidad.

Conforme a ello se deben proveer y publicar informes de rendición de cuentas y uso de fondos: es el seguimiento por parte de los inversores de lo que se va haciendo con los fondos recaudados mediante la colocación por oferta pública. Tales informes y reportes son preparados por la emisora y ésta al ingresar al régimen de oferta pública manifiesta su compromiso de enviarlos en un plazo razonable, usualmente determinado en 70 días corridos de su cierre de ejercicio o simultáneamente con la presentación de su memoria, lo que ocurra primero. En dicho plazo la asociación enviará a BYMA para su difusión un reporte (el "Reporte") que contemple información actualizada sobre el uso de los fondos provenientes de la emisión de las obligaciones negociables, en el que se indiquen el uso de los fondos (agregando una breve descripción de la construcción del proyecto –en el caso de Techo, la Fábrica Social), los montos asignados durante el período que abarque dicho informe y, en su caso, las inversiones temporales de los recursos no asignados a dicha fecha. El Reporte incluirá los beneficios sociales logrados con el proyecto social elegible, incluyendo un informe sintético sobre los mismos y un reporte del indicador elegido. En el caso de Techo este indicador será la cantidad de viviendas de emergencia construidas producto del ahorro de los pagos en concepto de alquiler de la actual fabrica.

La fuente de repago en la emisión de una asociación es un tema que requiere análisis, ya que si no cuenta con suficiente patrimonio, aquella se sustentará con los aportes que usualmente recibe la fundación y con garantías que den sus directivos o terceros vinculados a la misma. En el caso de ser encuadrada como una PYME CNV y la emisión estar Garantizada, las SGR como sociedades de garantía recíproca avalan la emisión en forma total, pudiendo generalmente ser varias SGR las que asumen un porcentaje de la deuda y contra ello las SGR, mediante el cobro de una comisión, requieren garantías (contragarantías) a la asociación, las que generalmente son dadas por terceros, asociados o miembros del consejo de administración que sean solventes, a criterio de las SGR. Usualmente se requieren fianzas o avales como contragarantía. En el prospecto de emisión por su parte deben describirse las entidades que garantizan la emisión, sus antecedentes, su participación en la garantía, y la información financiera y patrimonial de las mismas.

Finalmente es necesaria la evaluación del bono por parte de un revisor externo, o entidad evaluadora, quien va a determinar si el proyecto elegible para ser fondeado con una emisión en la oferta pública encuadra con los principios de los bonos sociales. Para ello se considera el uso de los fondos, la evaluación y selección del proyecto, la administración de los fondos y la emisión de reportes e informes, etc. El análisis de todos esos aspectos lleva al evaluador a concluir si la emisora encuadra o no como bono social y a otorgarle una calificación.

Una vez obtenida la autorización definitiva para la emisión, emitidos los títulos y afectados los fondos obtenidos en la colocación, la asociación deberá manifestar con carácter de declaración jurada el cumplimiento del plan de afectación de fondos comprometido en su totalidad y/o por cada una de las etapas de ejecución. Asimismo, tendrá que obtenerse un informe especial emitido por contador público independiente sobre el destino de fondos en el cual el profesional manifieste haber constatado el debido cumplimiento del plan de afectación de fondos comprometido en su totalidad y/o por cada una de las etapas de ejecución.

### Régimen Informativo

Al ingresar al régimen de oferta pública, la asociación deberá cumplir con el régimen informativo que la CNV impone a las emisoras que se encuentran dentro del régimen "PYME CNV GARANTIZADA". Es por ello que sólo se les requerirá publicar en la AIF los Estados Contables anuales dentro de los 120 días de cerrado el ejercicio. Por otro lado, deberán informar los Hechos Relevantes en los siguientes supuestos:

- i) Iniciación de tratativas para formalizar un acuerdo preventivo extrajudicial con todos o parte de sus acreedores, solicitud de apertura de concurso preventivo, rechazo, desistimiento, homologación, cumplimiento y nulidad del acuerdo; solicitud de concurso por agrupamiento, homologación de los acuerdos preventivos extrajudiciales, pedido de quiebra por la entidad o por terceros, declaración de quiebra o su rechazo explicitando las causas o conversión en concurso, modo de conclusión: pago, avenimiento, clausura, pedidos de extensión de quiebra y responsabilidades derivadas; y
- ii) Hechos de cualquier naturaleza y acontecimientos fortuitos que obstaculicen o puedan obstaculizar seriamente el desenvolvimiento de sus actividades (“Hechos relevantes”).

#### Corolario

La emisión del bono social ON Pyme Garantizada de Techo ha marcado un hito en las emisiones de las asociaciones civiles por ser el primer bono social emitido por parte de dichas entidades en Argentina. Ha significado un gran esfuerzo de parte de dicha entidad y sus colaboradores, directivos y asociados dar este paso yendo al mercado de capitales a obtener financiamiento. Esperemos que este precedente anime a otras asociaciones a financiarse en el mercado de capitales pudiendo también, si hay un proyecto que lo permite, hacer atractivo su encuadre como bono social. Ello contribuirá a fortalecer el mercado de finanzas sustentables local que cada vez tiene más participantes.

Citar: eDial DC2F0A

copyright © 1997 - 2021 Editorial Albrematica S.A. - Tucumán 1440 (CP 1050) - Ciudad Autónoma de Buenos Aires - Argentina