

## Bonos “ESG” y “Sustainability-Linked”: innovaciones y desafíos

### “ESG” and “Sustainability-Linked” Bonds: Innovations and Challenges

*Felicitas Lacioppa\* y Pedro de Elizalde\*\**

#### Resumen

El artículo se centra en el desarrollo, en los últimos años, de una amplia variedad de instrumentos financieros —actualmente en boga en los mercados de capitales internacionales— que han sido diseñados para incentivar y promover la inversión sostenible, en respuesta a la creciente demanda de los inversores frente a las preocupaciones globales sobre el cambio climático. El enfoque del artículo son los bonos ESG y los bonos vinculados a la sustentabilidad (o *sustainability-linked bonds*). En particular, el documento examina: (i) primero, la estructura legal de los bonos ESG que han salido al mercado en los últimos años, incluyendo un análisis de algunas de las deficiencias que estos instrumentos financieros han mostrado y por qué los nuevos *sustainability-linked bonds* han tenido tanto éxito como complemento de los bonos ESG clásicos; (ii) segundo, la estructura legal de un *sustainability-linked bond* típico, así como las principales características innovadoras de estos instrumentos financieros y algunos de los desafíos que los emisores y bancos colocadores de estos *sustainability-linked bonds* han enfrentado en transacciones recientes; y (iii) tercero, una tendencia muy reciente en el mercado de *sustainability-linked bonds*: la adopción por parte de naciones soberanas de *sustainability-linked bonds* dentro de sus emisiones de deuda soberana.

**Palabras clave:** bonos vinculados a sustentabilidad — bonos ESG — cambio climático — objetivos de rendimiento de sustentabilidad — indicadores de rendimiento clave — finanzas vinculadas a la sustentabilidad — deuda soberana — ICMA

---

\* Felicitas Lacioppa es abogada por la Universidad de San Andrés y LL.M en derecho bancario, financiero y corporativo por Fordham Law School. Actualmente ejerce como asociada internacional en Wilk Auslander LLP. Investigadora independiente.

\*\* Pedro de Elizalde es abogado por la Universidad de San Andrés, Magister in Law and Economics por la Universidad Torcuato Di Tella y LL.M por Harvard Law School. Actualmente trabaja como asociado en Shearman & Sterling LLP. Investigador independiente.

**Abstract**

The paper focuses on the development in recent years of a wide variety of financial instruments currently in vogue in the international capital markets that have been designed to incentivize and promote sustainable investment, in response to growing investor demand in the face of global concerns over climate change. The key focus is on ‘ESG bonds’ and ‘sustainability-linked’ bonds. Particularly, the paper examines: (i) *first*, the legal structure of the ESG bonds that have hit the market in the past few years, including an analysis of some of the short-comings that these financial instruments have shown and why the newer ‘sustainability-linked’ bonds have been so successful as a complement to the classic ESG bonds; (ii) *second*, the legal structure of a typical sustainability-linked bond, as well as the main innovative features of these financial instruments and some of the challenges that issuers and underwriters of sustainability-linked bonds have faced in recent transactions; and (iii) *third*, a very recent trend in the sustainability-linked bond market: the adoption by sovereign nations of sustainability-linked bonds within their debt offerings.

**Key words:** sustainability-linked bonds — ESG bonds — climate change — sustainability performance targets — key performance indicators — sustainability-linked finance — sovereign debt — ICMA

## I. Introducción

La preocupación global sobre el cambio climático ha contribuido, durante la última década, a una creciente demanda y expectativa por parte de la sociedad en torno al desarrollo de prácticas empresariales responsables. Gobiernos, inversores y otros “*stakeholders*”<sup>1</sup> han expresado, como nunca antes, sus preocupaciones en temas medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por su acrónimo en inglés). Como consecuencia de ello, en diferentes sectores de la economía mundial las empresas han tratado de balancear sus esfuerzos en maximizar la estabilidad y el crecimiento a largo plazo pero a la vez responder a crecientes presiones sociales para medir, reportar y abordar estos nuevos desafíos ESG.

En particular, en los últimos años se ha observado un intenso incremento en el enfoque de parte de reguladores e inversores al interactuar con empresas en cuestiones relacionadas con temas de ESG. Entre las principales preocupaciones de estos actores, se destacan las siguientes: (i) sustentabilidad medioambiental; (ii) responsabilidad social corporativa, en particular en relación con cuestiones de diversidad y desigualdad; (iii) prácticas políticas corporativas, sobre todo en relación con las contribuciones a campañas políticas; (iv) gobernanza corporativa, incluyendo diligencia en la supervisión y reporte sobre temas de ESG y (v) transparencia en torno a las cuestiones de ESG (específicamente, si las empresas realmente están adoptando principios ESG significativos dentro de su estructura de gobernanza o únicamente utilizando el ángulo ESG para hacer “*greenwashing*”).<sup>2</sup>

El crecimiento de ciertos fondos de inversión especializados en ESG, cuyo foco es atender a este tipo de intereses invirtiendo en activos como “empresas sostenibles” y ciertos productos financieros ESG, demuestra lo significativo que ha sido el cambio en el mercado financiero internacional en los últimos años. Esto queda también demostrado por el hecho de que fondos mundialmente reconocidos (no necesariamente enfocados en temas de ESG) y múltiples inversores institucionales están cada vez más interesados en los productos financieros ESG y han buscado volcarse a estos, estructurando “fondos de

---

<sup>1</sup> Raquel De La Orden e Ignacio De Calonge, “Sustainability-Linked Finance-Mobilizing Capital for Sustainability in Emerging Markets”, *International Finance Corporation* (enero de 2022).

<sup>2</sup> Paul Humphreys y Timothy Wilkins, “Sustainability Linked Loans: A Growing Market”, *New York Law Journal*, 17 de diciembre de 2019. Disponible en: <https://www.law.com/newyorklawjournal/2019/12/17/sustainability-linked-loans-a-growing-market/?slreturn=20220620093008>.

ESG” independientes y específicos con el fin de satisfacer la demanda de los inversores que están interesados en estos temas y también con el objeto de dar una señal al mercado acerca de su nivel de compromiso con el ESG.

Todo esto ha impulsado a un creciente número de empresas a buscar estrategias ESG que funcionen armónicamente con la maximización de ganancias (objeto fundamental de cualquier sociedad comercial) y sean de tal forma viables en el largo plazo para su negocio.<sup>3</sup> Asimismo, también ha conducido al desarrollo por parte de ciertos inversores de portfolios de ESG diversificados que buscan invertir tanto en el “*equity*” en empresas sostenibles (*e.j.*, adquirir un porcentaje de las acciones de una empresa de energía renovable) como también en instrumentos de “deuda” como bonos ESG y préstamos ESG de empresas que tradicionalmente serían consideradas como ‘no sostenibles’ (*e.j.*, farmacéuticas, finanzas, bienes de consumo, tecnología, etc.).

En particular, con respecto a este último, el enfoque de los inversores en activos ESG en la última década ha dado lugar al desarrollo de una amplia variedad de instrumentos financieros en los mercados de capitales y de crédito internacionales cuyo objetivo es incentivar y promover la inversión sostenible. Tales innovaciones han incluido préstamos y bonos “verdes”, “sociales” y “sostenibles”, e incluso, recientemente, hemos visto la emisión de un bono “azul”.<sup>4</sup> La característica principal de estos instrumentos financieros, conocidos colectivamente como préstamos ESG y bonos ESG, es que los “*proceeds*” (fondos desembolsados al deudor del préstamo por sus prestamistas o recibidos por el emisor del bono de los inversores que han comprado el bono en el mercado) deben invertirse en iniciativas medioambientalmente responsables, proyectos socialmente conscientes o en una combinación de ambas. Para los inversores que se inclinan por la sustentabilidad y las cuestiones relacionadas con el ESG, el crecimiento de los instrumentos de deuda etiquetados ESG es una gran oportunidad que les permite diversificar su cartera y tener en portfolio una amplia gama de productos financieros ESG.

---

<sup>3</sup> Liam Jones, “Sustainable Debt Tops \$1 Trillion in Record Breaking 2021, with Green Growth at 75%: New Report”, Climate Bonds Initiative, 25 de abril de 2022. Disponible en: [www.climatebonds.net/2022/04/sustainable-debt-tops-1-trillion-record-breaking-2021-green-growth-75-new-report](http://www.climatebonds.net/2022/04/sustainable-debt-tops-1-trillion-record-breaking-2021-green-growth-75-new-report).

<sup>4</sup> Rachel Winters, “The Government of Belize Partners with the Nature Conservancy to Conserve 30% of Its Ocean through Debt Conversion”, The Nature Conservancy, 5 de noviembre de 2021. Disponible en: [www.nature.org/en-us/newsroom/blue-bonds-belize-convert-thirty-percent-of-ocean-through-debt-conversion/](http://www.nature.org/en-us/newsroom/blue-bonds-belize-convert-thirty-percent-of-ocean-through-debt-conversion/).

Sin embargo, estos instrumentos financieros ESG relativamente nuevos no siempre son la herramienta indicada para compañías con necesidades de financiamiento. En particular, empresas de ciertos sectores de la economía mundial, que no suelen estar típicamente asociados con inversiones medioambiental o socialmente “amigables”, pueden encontrar difícil comprometerse a utilizar los *proceeds* de un bono ESG o préstamo ESG para fines sociales o medioambientales. Por ejemplo, las empresas de “oil & gas” o mineras, inclusive si se encuentran interesadas en emitir un bono ESG o tomar un préstamo ESG, tendrán necesariamente dificultades para utilizar la totalidad de los *proceeds* en proyectos “verdes” o “sociales”, dada la naturaleza y estructura de su negocio. Además, incluso las empresas sostenibles necesitan fondos para proyectos que no son exclusivamente ESG y todas las empresas, sostenibles y no sostenibles, utilizan frecuentemente líneas de crédito revolventes para fines de capital de trabajo. Todas estas necesidades de financiación no se adaptan fácilmente a una estructura de bonos ESG o préstamos ESG.

Por lo tanto, estos bonos ESG y préstamos ESG pueden no siempre ser la herramienta indicada para las empresas que buscan financiamiento en los mercados de capitales y crédito internacionales. Como resultado de ello, el mercado ha estado evolucionando y los bancos colocadores y las empresas que participan activamente en dicho mercado han estado experimentando con nuevos e innovadores instrumentos financieros. El objetivo de todas las partes interesadas ha sido añadir un componente de “sustentabilidad” a ciertos instrumentos de deuda, pero sin obligar al prestatario o emisor a utilizar los *proceeds* préstamo o bono para financiar exclusivamente proyectos ESG. Las iniciativas más exitosas han sido sintetizadas en lo que actualmente se denomina “*sustainability-linked finance*”.

El propósito de lo que conocemos como *sustainability-linked finance* es movilizar capital para apoyar el mejor desempeño medioambiental, social y de gobernanza de una empresa. Sin embargo, a diferencia de otros productos financieros como los bonos ESG o los préstamos ESG, estos instrumentos financieros incentivan el compromiso de una empresa hacia el ESG a través de alteraciones en la estructuración del “*pricing*”<sup>5</sup> de la transacción que la incentivan a identificar y perseguir ciertos objetivos de sustentabilidad (“*sustainability performance targets*” o “SPT”). Esto constituye una diferencia crítica con

---

<sup>5</sup> Humphreys y Wilkins, “Sustainability Linked Loans: A Growing Market”.

los instrumentos ESG clásicos discutidos anteriormente, los cuales utilizan el método de regular el uso de los *proceeds* para promocionar el compromiso ESG de una empresa.

En *sustainability-linked finance*, el instrumento financiero subyacente puede ser cualquier producto financiero, incluyendo bonos, préstamos corporativos, préstamos de financiación de proyectos, facilidades de crédito revolvente, derivados financieros y otros. Sin perjuicio de ello, instrumentos más populares vistos hasta ahora en el mercado internacional han sido los “*sustainability-linked loans*” (“SLLs”) y los “*sustainability-linked bonds*” (“SLBs”).<sup>6</sup>

Los *sustainability performance targets* en los SLLs y SLBs suelen estar relacionados con determinadas métricas corporativas de ESG de la compañía que toma el préstamo o emite el bono (*e.j.*, un compromiso de una empresa de reducir en un 30 % sus emisiones de gases de efecto invernadero dentro de los próximos 10 años). Estos objetivos suelen ser ambiciosos y están alineados con la estrategia de sustentabilidad corporativa de la empresa. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, los SLLs y SLBs no requieren que la empresa invierta los *proceeds* del bono o préstamo en un proyecto “social” o “verde”. Por el contrario, el uso de los *proceeds* es muy flexible y las empresas pueden utilizar los *proceeds* en la refinanciación de endeudamiento existente o incluso en el pago de un dividendo.<sup>7</sup> Sin embargo, los SLLs y SLBs sí crean una estructura de incentivos única que anima a la empresa a perseguir tales objetivos de sustentabilidad.

Las estructuras de incentivos varían de un producto financiero a otro, pero la estructura de un SLL o SLB es, en general, la siguiente:

Una empresa identifica ciertos indicadores o métricas de sustentabilidad (“*key performance indicators*” o “KPIs”) respecto de los cuales desea que su desempeño sea medido. Algunos ejemplos comunes de estos KPIs son la cantidad de gases de efecto invernadero que produce la compañía o, en una empresa de energía, la capacidad instalada de producir energía renovable.

La compañía elige ciertos *sustainability performance targets* relacionados a estos KPIs y un periodo de tiempo o “*timeframe*” dentro del cual debe cumplir con estos objetivos. En una empresa cuyo KPI de elección es reducir su generación de gases de

<sup>6</sup> De La Orden y De Calonge, “Sustainability-Linked Finance-Mobilizing Capital”.

<sup>7</sup> “EmpGeneEleHaina”, Luxembourg Stock Exchange, Disponible en: [www.bourse.lu/issuer/EmpGeneEleHaina/105665](http://www.bourse.lu/issuer/EmpGeneEleHaina/105665). Último acceso: 21 de mayo de 2022.

invernadero, un buen ejemplo de SPTs sería un compromiso de reducir un 50 % la emisión total de gases de la empresa en un lapso de 10 años.

Si la empresa no cumple con dichos *sustainability performance targets*, entonces el préstamo o bono normalmente incluye un aumento (“*step-up*”) de la tasa de interés pagada por la empresa en virtud del instrumento financiero. Por el contrario, si la empresa cumple con los objetivos, entonces hay una disminución (“*step-down*”) en la tasa de interés pagada por la compañía.

Como puede observarse, esta es una nueva e interesante forma de incentivar a las empresas para que persigan los objetivos de ESG sin limitar el uso de los *proceeds* de cualquier financiamiento incurrido en los mercados de crédito o de capitales internacionales a fines específicos. Por lo tanto, este innovador instrumento financiero amplía el espectro de productos de ESG que un inversor puede adquirir y mantener en su portfolio. En los últimos dos años, estos SLLs y SLBs han demostrado ser activos extremadamente atractivos para los inversores.<sup>8</sup>

Sin embargo, los SLLs y SLBs no carecen de problemas o desafíos. Como veremos más adelante, es necesario garantizar que los mecanismos de reporte y verificación al mercado sobre los KPIs y SPTs incorporados por la empresa en el instrumento financiero sean adecuados. Además, para que estos instrumentos realmente funcionen, las instituciones financieras que otorgan préstamos o prestan servicios como “bancos colocadores” en las transacciones de bonos deben asegurarse que los KPIs y SPTs estén realmente avanzando objetivos de ESG que valen la pena y que el producto financiero no sea meramente un instrumento de “*greenwashing*” por parte de la compañía. Por último, las SLLs y SLBs son un producto todavía relativamente nuevo y que tiene mucho desarrollo por delante. Por ejemplo, recientemente se han intensificado los debates sobre la aplicación de los principios de *sustainability-linked finance* a la deuda soberana<sup>9</sup> y hace poco un país de América Latina ha sido el primer soberano en emitir un SLB en el mercado.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> Amy Guthrie, “Latin American Lawyers Are Brainstorming ESG Policies as Sustainability Takes Center Stage in Business, Government”, *Daily Business Review*, 3 de febrero de 2022.

<sup>9</sup> Juan G. Giráldez *et al.*, “Sustainability-Linked Bond Issuances by Sovereigns”, Cleary Gottlieb, 19 de mayo de 2022. Disponible en: [www.clearygottlieb.com/news-and-insights/publication-listing/sustainability-linked-bond-issuances-by-sovereigns](http://www.clearygottlieb.com/news-and-insights/publication-listing/sustainability-linked-bond-issuances-by-sovereigns).

<sup>10</sup> “Republic of Chile Notes Due 2042”, Sec.gov, 22 de febrero de 2022. Disponible en: [www.sec.gov/Archives/edgar/data/0000019957/000110465922030180/tm227266d4\\_424b5.htm](http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0000019957/000110465922030180/tm227266d4_424b5.htm).

En este artículo nos centraremos principalmente en los mercados de capitales internacionales y, en particular, en los bonos ESG y SLBs. Por lo tanto, el mercado de préstamos solo se describirá en la medida en que sea pertinente para el análisis de instrumentos del tipo de bonos. Asimismo, dado que este artículo tiene como propósito discutir los bonos ESG y SLBs colocados en los mercados *internacionales*, no ahondaremos aquí en la regulación sobre estos bonos que ha hecho (o podría hacer) la Comisión Nacional de Valores de Argentina ni de otros entes regulatorios en otras jurisdicciones (*e.j.*, la regulación de la *Securities and Exchange Commission* (“SEC”) de Estados Unidos). Esto dado que, si bien la regulación de este tipo de instrumentos por autoridades de aplicación resulta un tema de análisis sumamente interesante, actualmente la gran mayoría de los bonos ESG y SLBs emitidos han sido colocados en los mercados de capitales internacionales bajo la modalidad “Rule 144A” y “Regulation S”,<sup>11</sup> lo que implica que dichas emisiones no se encuentran registradas como “oferta pública” de títulos valores en ninguna jurisdicción y, por lo tanto, no están específicamente reguladas.

La estructura del artículo será la siguiente: (i) primero, examinaremos la estructura jurídica de los bonos ESG que han sido emitidos en el mercado financiero internacional en los últimos años. Estudiaremos también algunas de las deficiencias que han demostrado estos instrumentos financieros y por qué los nuevos SLBs han tenido tanto éxito como complemento de los clásicos bonos ESG; (ii) segundo, introduciremos la estructura jurídica de un típico SLB, examinaremos sus principales características innovadoras y algunos de los desafíos que los emisores y bancos colocadores de SLBs han enfrentado en las transacciones recientes; (iii) tercero, analizaremos una tendencia muy reciente en el mercado SLB: la adopción por naciones soberanas de principios de *sustainability-linked finance* y la incorporación de SLBs como parte de los instrumentos

---

<sup>11</sup> La gran mayoría de las emisiones de bonos internacionales (y, especialmente, las emisiones de bonos de compañías cuyas operaciones comerciales se encuentran principalmente en mercados emergentes) no son registradas ante un ente regulador específico, dado que no son consideradas una “oferta pública” de títulos valores. Por el contrario, se consideran típicamente “colocaciones privadas” que se encuentran exceptuadas de los requisitos de registro. Comúnmente, las emisiones internacionales se encuentran enmarcadas bajo la “Rule 144A” y “Regulation S” de la *Securities Exchange Act* de 1933 de Estados Unidos, la cual permite la emisión de dichos bonos sin registro ante la SEC, siempre y cuando los bonos se ofrezcan y vendan únicamente: (1) en los Estados Unidos, a compradores institucionales calificados (“QIBs”, como se define en la Regla 144A) y (2) fuera de los Estados Unidos, a ciertas personas, que no sean estadounidenses, en transacciones concertadas fuera de los Estados Unidos. Similares excepciones existen en, virtualmente, todas las jurisdicciones donde ocurren emisiones de deuda relevantes, lo que permite efectuar dichas emisiones sin necesidad de registrarlas ante autoridades de aplicación.



de deuda emitidos por soberanos; y (iv) cuarto, concluiremos con algunas observaciones finales.

## II. Bonos medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG)

Los bonos “verdes”, “sociales”, “sostenibles” y otros bonos etiquetados “ESG” son esencialmente instrumentos financieros de renta fija emitidos por empresas que han asumido un fuerte compromiso con temas de ESG. Su propósito es recaudar fondos para financiar los proyectos de una empresa y, al mismo tiempo, ayudar a abordar algunos de los principales desafíos medioambientales y sociales a los que nos enfrentamos como sociedad actualmente. Como veremos con mayor detalle a continuación, esto se hace principalmente canalizando los *proceeds* de los bonos a proyectos relacionados con ESG.

Los orígenes de los bonos ESG se remontan a 2007, cuando el “Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático” de las Naciones Unidas publicó un famoso reporte<sup>12</sup> que vincula la acción humana con el cambio climático (esencialmente añadiendo más peso al abrumador y existente cuerpo de datos sobre el tema).<sup>13</sup> Como reacción ante el reporte de las Naciones Unidas, algunas instituciones como el Banco Mundial, un grupo de fondos de pensiones suecos y expertos en cambio climático colaboraron para crear instrumentos financieros innovadores que pudieran permitir que los mercados de capitales internacionales formaran parte de la solución del problema del cambio climático.

Menos de un año después, en noviembre de 2008, el Banco Mundial se convirtió en la primera institución en emitir un bono “verde”, recaudando fondos de inversores y utilizando los *proceeds* para proveer préstamos para ciertos proyectos elegibles enfocados en solucionar problemas medioambientales. En 2010, la Corporación Financiera Internacional (“IFC”, por su acrónimo en inglés) realizó una emisión inaugural de bonos verdes en respuesta a pedidos de inversores que buscaban invertir en productos financieros relacionadas con temas medioambientales. Desde entonces, el crecimiento de los bonos verdes en los mercados de capitales internacionales ha sido explosivo y ha atraído cada vez más la atención de los inversores. El éxito de las ofertas iniciales de estos

---

<sup>12</sup> Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), “Climate Change 2007: Impacts, Adaptation and Vulnerability”, *Cambridge University Press* (2007).

<sup>13</sup> IPCC, “Climate Change 2007”.

bonos también inspiró la creación de otros, etiquetados “ESG”, como los bonos “sociales” y “sostenibles”.

En las siguientes subsecciones describiremos los principios básicos de una emisión de bonos ESG y examinaremos los componentes principales que es necesario considerar a fin de garantizar una emisión ESG exitosa. Luego, proporcionaremos algunas reflexiones preliminares sobre los principales desafíos a los que se enfrentan hoy los emisores e inversores de ESG en los mercados financieros y explicaremos por qué estos desafíos han llevado a una mayor experimentación que condujo a nuevas estructuras de bonos aún más innovadoras.

### A. Consideraciones básicas

La categoría típicamente conocida como “bonos ESG” abarca una amplia variedad de instrumentos financieros. Estos incluyen los bonos “verdes”, “sociales” y “sostenibles” que hemos descrito brevemente en la introducción de este artículo, así como otras estructuras más inusuales. Ejemplos de estructuras más inusuales, estos incluyen los “vaccine bonds”, emitidos recientemente por instituciones como el Banco Centroamericano de Integración Económica (“CABEI”, por su acrónimo en inglés)<sup>14</sup> y los bonos “azules”, emitidos por un vehículo de inversión estructurado a través de los esfuerzos conjuntos de Belice, The Nature Conservancy (“TNC”) y Credit Suisse con el doble propósito de reestructurar la deuda externa de Belice y asegurar la financiación para proyectos de conservación marina y costera.<sup>15</sup>

Sin embargo, todos estos instrumentos financieros ESG tienen ciertas características comunes que los distinguen de las ofertas de bonos más usuales que hemos visto en el mercado. Por lo tanto, podemos definir ampliamente los bonos ESG como: “cualquier tipo de instrumento de bonos en el que los fondos recaudados o su equivalente se apliquen exclusivamente a la financiación o refinanciación, en parte o en su totalidad, de determinados proyectos [ESG] elegibles nuevos y/o existentes”<sup>16</sup> y que estén alineados con los componentes básicos de un ESG “*framework*” creado por el emisor. El emisor

<sup>14</sup> “CABEI, First MDB to Issue Covid-19 Vaccine Bond-US\$50 Million”, CABEI, 11 de noviembre de 2020. Disponible en: [www.bcie.org/en/news-and-media/news/article/cabei-first-mdb-to-issue-covid-19-vaccine-bond-us50-million](http://www.bcie.org/en/news-and-media/news/article/cabei-first-mdb-to-issue-covid-19-vaccine-bond-us50-million).

<sup>15</sup> Winters, “The Government of Belize”.

<sup>16</sup> Ver ICMA, “Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds”, junio de 2021. Disponible en: [www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf](http://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf), p. 3. Cita original: “any type of bond instrument where the proceeds or an equivalent amount will be exclusively applied to finance or re-finance, in part or in full, certain new and/or existing eligible [ESG] projects”.

determina la clasificación del uso de los *proceeds* basándose en sus objetivos primarios para los proyectos subyacentes que quiere financiar con el bono ESG. Por lo tanto, los bonos ESG pueden considerarse específicamente bonos “verdes” o “sociales” o también pueden mezclarse proyectos “verdes” y “sociales” elegibles y denominarse entonces bonos “sostenibles”.

Asimismo, los bonos ESG más comunes (de nuevo, “verdes”, “sociales” y “sostenibles”) suelen estructurarse guiándose en gran medida por ciertos “*frameworks*” más generales diseñados por organizaciones reconocidas como la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (“ICMA”, por su acrónimo en inglés).<sup>17</sup> Estos constituyen la mayor parte de los bonos ESG actualmente en circulación en el mercado, dado que ICMA ha estado a la vanguardia en el desarrollo de guías y principios que garantizan la transparencia y responsabilidad de emisores y promueven la integridad del mercado de bonos ESG.

Así, los principios de ICMA para bonos “sociales”,<sup>18</sup> “verdes”<sup>19</sup> y “sostenibles”<sup>20</sup> han sido adoptados ampliamente y utilizados por emisores y bancos colocadores y han logrado con éxito diversas cuestiones. En primer lugar, proporcionar a los emisores orientación sobre los componentes principales que intervienen en el lanzamiento de un bono ESG. En segundo lugar, ayudar a los inversores incentivando a los emisores a proveer la información necesaria para que estos evalúen el impacto medioambiental, social u otra de sus inversiones en bonos ESG. Por último, ayudar a los bancos colocadores detallando el paso a paso que es necesario que sigan en las emisiones de estos bonos para asegurar la preservación de la integridad del mercado de bonos ESG.<sup>21</sup> Todo esto ha permitido el uso amplio de estos instrumentos financieros en los mercados de capitales internacionales, dando al mercado de bonos ESG una profundidad que hasta no hace mucho era inconcebible.

---

<sup>17</sup> Los principios: (i) uso de los *proceeds*, (ii) el proceso de evaluación y selección de proyectos, (iii) la gestión de los *proceeds* y (iv) la presentación de reportes. Sin embargo, estructuras inusuales como los “bonos de vacuna” antes mencionados del BCIE y los “bonos azules” de Belice son típicamente creaciones más *ad hoc*, que requieren más trabajo por parte del emisor y los bancos colocadores. ICMA, “Green Bond Principles”.

<sup>18</sup> ICMA, “Social Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds”, junio de 2021. Disponible en: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Social-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>.

<sup>19</sup> ICMA, “Green Bond Principles”.

<sup>20</sup> ICMA, “Sustainability-Linked Bond Principles”, junio de 2021. Disponible en: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2020-171120.pdf>.

<sup>21</sup> ICMA, “Green Bond Principles” y ICMA, “Social Bond Principles”.

## B. Componentes principales

Normalmente, la estructuración de una emisión de bonos ESG se centra en cuatro componentes principales:<sup>22</sup> (a) uso de los *proceeds*, (b) el proceso de evaluación y selección de proyectos, (c) la gestión de los *proceeds* y (d) la presentación de reportes.

### a. *Uso de los proceeds*

La piedra angular de un bono ESG es la utilización de los *proceeds* del mismo para proyectos ESG, los cuales deberían describirse adecuadamente en la documentación legal de la oferta del bono. Todos los proyectos “elegibles” deberán proporcionar beneficios claros y específicos ESG, que serán evaluados y, cuando sea posible, cuantificados por el emisor. Por ejemplo, para los bonos “verdes” hay varias categorías amplias de elegibilidad, tales como: mitigación del cambio climático, adaptación al cambio climático, conservación de los recursos naturales, conservación de la diversidad biológica, y prevención y control de la contaminación.<sup>23</sup> Por su parte, los proyectos de bonos “sociales” pueden incluir: infraestructura básica accesible, acceso a servicios esenciales, vivienda accesible, generación de empleo y programas diseñados para prevenir o aliviar el desempleo derivado de los sistemas socioeconómicos, de seguridad alimentaria y de alimentos sostenibles.<sup>24</sup>

### b. *Proceso de evaluación y selección de proyectos*

Con respecto al proceso de evaluación y selección de proyectos “elegibles”, el emisor de un bono ESG debe comunicar claramente a los inversores los objetivos de los proyectos ESG en los que podrían invertirse los *proceeds* del bono, el proceso mediante el cual el emisor determina cómo encajan los proyectos específicos en las categorías más generales de “proyectos elegibles”, y, por último, la información complementaria sobre los procesos mediante los que el emisor identifica y gestiona los riesgos percibidos asociados a los proyectos pertinentes. El emisor también debe esforzarse por situar la información comunicada anteriormente en el contexto de los objetivos, la estrategia, la política o los procesos generales del emisor relativos a la sustentabilidad medioambiental (o social, u otra) y proporcionar información, si procede, sobre la alineación de los proyectos con taxonomías oficiales o basadas en el mercado y los criterios de elegibilidad relacionados, incluidos, si procede, los criterios de exclusión. Asimismo, el emisor deberá

<sup>22</sup> ICMA, “Green Bond Principles”.

<sup>23</sup> ICMA, “Green Bond Principles”.

<sup>24</sup> ICMA, “Social Bond Principles”.

revelar cualquier estándar o certificación ESG a la que se haga referencia en la selección de proyectos.

*c. Gestión de los proceeds*

En lo que respecta a la gestión de los *proceeds* del bono ESG, los *proceeds* del bono o un importe equivalente a dichos *proceeds* deben acreditarse en una subcuenta segregada del resto de las cuentas del emisor o se debe establecer alguna otra forma que garantice que el emisor utilice los *proceeds* de forma adecuada. Mientras el bono ESG no haya sido repagado, a medida que los *proceeds* sean utilizados para distintos proyectos, el saldo de los *proceeds* deberá ajustarse para que refleje la cantidad de estos *proceeds* que ya han sido utilizados para proyectos ESG.

Un tema interesante para los emisores con varios bonos ESG es que, en la medida en que emiten más de un bono ESG de la misma serie o categoría (*e.j.*, si se emiten dos o más bonos “sociales” bajo el mismo ESG *framework*), entonces los *proceeds* de dichos bonos pueden gestionarse en forma agregada. Es decir, el emisor puede gestionar los *proceeds* con un enfoque de portfolio.

*d. Reportes*

Por último, los emisores deben tomar en serio sus obligaciones de entrega de reportes en el marco de sus compromisos ESG. En este sentido, las empresas necesitan mantener fácilmente disponible información actualizada sobre el uso de los *proceeds*. Los reportes se renovarían anualmente hasta que la asignación de los *proceeds* a proyectos elegibles sea completada. Los emisores también deberán proveer información al mercado rápidamente en caso en que ocurra algún desarrollo material. La empresa debe, además, emitir un reporte anual que incluya una lista de los proyectos a los que se han asignado los *proceeds* del bono ESG y el impacto esperado de dichos proyectos.

La transparencia es de particular valor para comunicar el impacto esperado o logrado de los proyectos. Por ello, típicamente se incluyen en el reporte indicadores cualitativos de rendimiento y, cuando es posible, medidas cuantitativas de rendimiento y la divulgación de la metodología subyacente o hipótesis fundamentales utilizadas en la determinación cuantitativa.

### **C. Consideraciones preliminares**

El trabajo requerido por los emisores y los bancos colocadores para la emisión de un bono ESG es notable. A fin de garantizar que se cumplan los objetivos ESG y mejoras

tangibles de los indicadores comprometidos a través de este tipo de instrumentos financieros, es necesario que las partes involucradas diseñen un ‘framework’ adecuado, identifiquen proyectos elegibles específicos, establezcan cuentas o subcuentas específicas designadas para el depósito de los *proceeds* de los bonos (u otros mecanismos equivalentes), e incorporen en la estructura mecanismos para proveer reportes al mercado que garanticen la transparencia y la rendición de cuentas. De lo contrario, los emisores podrían eludir sus obligaciones con respecto a los bonos ESG o los inversores podrían tener dificultades para verificar el cumplimiento de los criterios, ya que esto depende de la disponibilidad de la información provista por los emisores. Esto haría que los bonos ESG resulten menos atractivos como instrumentos financieros sostenibles para los inversores y, por lo tanto, disminuiría los beneficios reales para los emisores.

Sin perjuicio del notable esfuerzo que requieren estos bonos ESG por parte de los participantes en una transacción de este tipo, es notable el éxito que han tenido en los últimos años. Se estima que casi USD 1 trillón<sup>25</sup> en bonos ESG fue colocado en los mercados financieros internacionales en 2021, un máximo de todos los tiempos para estos productos.<sup>26</sup>

No obstante, aunque en general se acuerda que este tipo de instrumentos financieros ESG desempeñará un papel cada vez más importante en el mercado (y que, de hecho, ya son un producto relevante tanto para emisores como para inversores), la naturaleza del instrumento limita su uso y amplia adopción. Por lo tanto, los bonos ESG no siempre son una forma viable para que las empresas obtengan financiamiento en los mercados de capitales internacionales. Por ejemplo, las empresas de los sectores de la economía que no se consideran típicamente “verdes” o “socialmente conscientes” podrían tener dificultades para encontrar un uso adecuado de los *proceeds* que esté alineado con las directrices de ICMA (o con cualquier otra directriz o norma aceptable para los inversores). En particular, a las empresas con actividades de tipo extractivo les resultará casi imposible estructurar un bono ESG que se ajuste a sus necesidades, dado que generalmente necesitan financiación para gastos de capital (*e.j.*, equipos de perforación o minería) y los *proceeds* utilizados en ellos nunca podrán clasificarse como proyectos “verdes” o “sociales”.

---

<sup>25</sup> Jones, “Sustainable Debt Tops \$1 Trillion”.

<sup>26</sup> Jones, “Sustainable Debt Tops \$1 Trillion”.

Además, todas las empresas (incluso las empresas sostenibles) necesitan continuamente financiación por diversas razones, y no solo para proyectos ESG. Por lo tanto, la estructuración de financiamientos en torno a necesidades no-ESG es una tarea compleja y los bonos ESG pueden no ser el producto indicado para canalizar este tipo de necesidades de financiamiento. Como resultado, los bonos ESG, si bien son una innovación extraordinaria que ha ganado terreno en los mercados financieros en los últimos años, tienen varias limitaciones estructurales que inevitablemente limitarán los prospectos de que estos bonos se conviertan en un instrumento financiero dominante en los mercados financieros.

### ***III. Sustainability-Linked Bonds***

Los *sustainability-linked bonds* son un concepto relativamente nuevo, pero han crecido significativamente en los últimos dos años. El primer bono de este tipo fue emitido en 2019 por Enel, una empresa italiana de servicios públicos.<sup>27</sup> Esta emisión fue seguida por otras compañías como Suzano, una empresa brasileña productora de papel. En 2021, la emisión total de SLBs alcanzó los USD 80 billones.<sup>28</sup>

Con respecto a la emisión de SLBs por región, los emisores más activos se han establecido en Europa, que es responsable de la emisión de casi el 50 % de las SLBs en el mercado.<sup>29</sup> América del Norte le sigue con casi el 12,6 %, la región Asia-Pacífico con el 7,1 %, y América del Sur y Central con el 4,6 %.<sup>30</sup> En lo que respecta a la emisión por sectores de la economía global, las empresas energéticas son los emisores más comunes, siendo responsables de aproximadamente el 25 % de los SLBs emitidos.<sup>31</sup> Tal vez esto se deba a que estas empresas pueden evaluar métricas ESG de manera sencilla y sintetizarlas en un pequeño número de KPIs fácilmente medibles como, por ejemplo, los niveles de emisiones, la intensidad de las emisiones y la capacidad instalada de generación de energía renovable. En contraste, las SLBs no han sido muy populares en otros sectores e industrias y, en particular, el sector bancario ha sido muy reticente a emitir SLBs.

---

<sup>27</sup> La energética italiana Enel anunció este mes [junio 2022] que ha alcanzado su SPT para finales de 2021. El grupo ha aumentado su capacidad de energía renovable instalada más allá del 55 % de la capacidad total, lo que significa que no tendrá que pagar 25 puntos básicos adicionales (pb) al año en cada uno de los tres tramos diferentes de SLBs.

<sup>28</sup> Chris Papadopoulos, “Analysis: Sustainability-Linked Bonds Face Big Reputation Test”, Capital Monitor, 21 de abril de 2022. Disponible en: <https://capitalmonitor.ai/asset-class/fixed-income/sustainability-linked-bonds-face-key-tests/>.

<sup>29</sup> Papadopoulos, “Analysis”.

<sup>30</sup> Papadopoulos, “Analysis”.

<sup>31</sup> Papadopoulos, “Analysis”.

Por otra parte, en marzo de 2022 la República de Chile fue el primer país soberano en emitir un SLB.<sup>32</sup> Como resultado de ello, otros países soberanos están considerando activamente este camino, incluido Uruguay,<sup>33</sup> que está presionando para que los países en desarrollo obtengan financiamiento para combatir el cambio climático y “alcanzar metas climáticas más ambiciosas”, y Ghana,<sup>34</sup> que publicó un marco que incluye la posibilidad de emitir SLBs.

En las siguientes subsecciones, describiremos los principios básicos de una oferta de SLB y explicaremos los componentes principales que son necesarios considerar a fin de garantizar una emisión SLB exitosa. Luego, proporcionaremos algunas reflexiones preliminares sobre los principales desafíos a los que se enfrentan hoy los emisores e inversores de SLBs en los mercados financieros.

### A. Consideraciones básicas

Podemos definir SLBs como “cualquier tipo de instrumento de bonos respecto del cual las características financieras y/o estructurales pueden variar dependiendo de si el emisor logra o no cumplir con ciertos objetivos ESG predefinidos”.<sup>35</sup> En ese sentido, las empresas que ofrecen una SLB al mercado se comprometen explícitamente (en la documentación de bonos) a mejorar en el futuro los resultados de sustentabilidad de su negocio dentro de un plazo predefinido. Por lo tanto, los productos financieros ampliamente conocidos como *sustainability-linked bonds* o SLBs son un instrumento financiero cuyas características peculiares se centran en el desempeño futuro de la compañía en temas de ESG. Su objetivo es desarrollar aún más el papel clave que los mercados financieros pueden desempeñar en la financiación y el fomento de las empresas que contribuyen a la sustentabilidad.

Los objetivos ESG predefinidos que un emisor de un SLB necesita alcanzar se miden mediante los KPIs, que están predefinidos en la documentación de bonos y se relacionan con el área ESG en la que la empresa pretende centrarse. Por ejemplo, si una empresa energética tiene la intención de comprometerse a alcanzar una capacidad instalada

---

<sup>32</sup> Giráldez, “Sustainability-Linked Bond Issuances by Sovereigns”

<sup>33</sup> Giráldez, “Sustainability-Linked Bond Issuances by Sovereigns”

<sup>34</sup> Kobina Aidoo, “IFC and Ghana’s Securities and Exchange Commission to Develop Green Bonds Market”, International Finance Corporation, 5 de mayo de 2021. Disponible en: <https://pressroom.ifc.org/all/pages/PressDetail.aspx?ID=26337>.

<sup>35</sup> ICMA, “Sustainability-Linked Bond Principles”, p. 2. Cita original: “any type of bond instrument for which the financial and/or structural characteristics can vary depending on whether the issuer achieves predefined ESG objectives”.



renovable de 500 megawatts (MW) para el año 2026, el KPI de esta empresa será el nivel de capacidad renovable instalada que tenga en un momento dado. Además, la empresa también establece SPTs predefinidos que son evaluados con base en los KPIs. Su SPT sería alcanzar 500 MW para el año 2026. Si alcanza o supera este objetivo, habrá cumplido los compromisos contraídos en la documentación del bono. Si no lo hace, los habrá fallado. Ciertas consecuencias se derivarán de ello en cualquiera de los casos.

Los *proceeds* de un SLB pueden ser utilizados para cualquier propósito. Por lo tanto, a diferencia de los bonos ESG, el uso de los *proceeds* no es determinante en la categorización de un bono como un “SLB”. Sin embargo, nada impide que los emisores elijan combinar el enfoque de bonos ESG con el enfoque de SLB, y esto se ha visto en el mercado en unos pocos casos.<sup>36</sup>

Al igual que en los bonos ESG, ICMA ha estado a la vanguardia en el desarrollo de directrices y principios que garanticen la transparencia y la divulgación y promuevan la integridad en el desarrollo del mercado SLB. Así, en 2020, la organización publicó los “Principles of Sustainability-Linked Bonds”,<sup>37</sup> que son esencialmente directrices de procesos voluntarios que esbozan las mejores prácticas para los instrumentos financieros para incorporar los resultados ESG y promover la integridad en el desarrollo del mercado de SLBs. Los principios han sido ampliamente adoptados por el mercado y, como veremos, son útiles para proporcionar a los emisores orientación sobre los componentes principales implicados en la emisión de un SLB ambicioso. A su vez, ayudan a los inversores incentivando la transparencia y la responsabilidad de los emisores en su estrategia de sustentabilidad, y a que los emisores provean la información necesaria a los inversores para evaluar sus inversiones en SLBs.

## **B. Componentes principales**

Normalmente, la estructuración de una emisión de SLBs se centra en cinco componentes principales: (i) selección de KPIs, (ii) calibración de los SPTs, (iii) características de bonos, (iv) reportes y (v) verificación.<sup>38</sup>

Los emisores deben comunicar públicamente su justificación para la selección de sus KPIs (es decir, la relevancia y materialidad), la motivación para los SPTs (es decir, el nivel de ambición y la coherencia con la planificación estratégica general), la estructura

<sup>36</sup> Guthrie, “Latin American Lawyers”.

<sup>37</sup> ICMA, “Sustainability-Linked Bond Principles”.

<sup>38</sup> ICMA, “Sustainability-Linked Bond Principles”.

financiera de los bonos emitidos (por ejemplo, si hay un “step-up” de la tasa de interés si no se cumplen los SPTs), la forma de presentación de reportes de actualización sobre el estatus de los SPTs y la verificación independiente de estos.

*a. Selección de KPI*

La credibilidad de los compromisos asumidos por un emisor en una SLB reside en la cuidadosa selección de uno o más KPIs. El rendimiento del emisor respecto del cumplimiento de sus objetivos de sustentabilidad se mide mediante KPIs que pueden ser externos o internos. Los KPIs internos se centran más en aspectos específicos de las operaciones de una empresa, mientras que los externos se centran más, en general, en las actividades de la compañía relacionadas con la sustentabilidad y en sus objetivos empresariales centrales.<sup>39</sup> En todos los casos, los KPIs del emisor deben abordar los importantes desafíos en materia de ESG a los que se enfrentan la empresa y el sector industrial al que pertenece.

Los KPIs deben ser (i) pertinentes y materiales para el negocio del emisor y de importancia estratégica para sus operaciones actuales y futuras, (ii) medibles o cuantificables sobre una base metodológica coherente, (iii) verificables externamente y (iv) capaces de ser comparados con los KPIs de otros emisores.<sup>40</sup> Cuando sea posible, los emisores deben seleccionar los KPIs que ya han incluido en sus reportes anuales anteriores, reportes de sustentabilidad u otros reportes no financieros, para permitir a los inversores evaluar el rendimiento histórico de los KPIs seleccionados. En situaciones en las que estos no se hayan divulgado previamente, los emisores deberían, en la medida de lo posible, proporcionar valores históricos de KPIs verificados externamente que abarquen años anteriores.

*b. Calibración de los SPTs*

El proceso de calibración de uno o más SPTs por KPIs es clave para la estructuración de SLBs, ya que es el mejor indicador del nivel de ambición y compromiso ESG de la compañía. El emisor debe revelar en la documentación del bono toda información estratégica que pueda tener un impacto decisivo en el logro de sus SPTs. Al establecer sus SPTs, el emisor debe tomar en consideración los siguientes factores: (i) su rendimiento en los KPIs elegidos durante los años pasados y, cuando sea posible,

---

<sup>39</sup> ICMA, “Sustainability-Linked Bond Principles” También, ver: Bruno Caron, “The Pitfalls Associated with Sustainability-Linked Bonds”, McMillan, 8 de septiembre de 2021.

<sup>40</sup> ICMA, “Sustainability-Linked Bond Principles” También, ver: Caron, “The Pitfalls”.

orientación prospectiva sobre los KPIs, (ii) comparación contra las compañías que podrían considerarse “comparables” al emisor en la industria y (iii) análisis científico en base al cual el emisor basa sus SPTs.<sup>41</sup>

La información reportada al mercado sobre los SPTs debe referir claramente a los plazos para el logro de los SPTs, cómo la compañía pretende alcanzarlos y cualquier otro factor clave que se encuentre fuera del control directo del emisor que pueda afectarlos. Los emisores deben colocar esta información en el contexto de los objetivos, la estrategia y la política del emisor relacionados con su compromiso ESG.

*c. Características de SLB*

La piedra angular de un SLB es que la estructura financiera del bono puede variar dependiendo de si los KPIs seleccionados alcanzan (o no) el objetivo predefinido de desempeño de sustentabilidad. Por lo tanto, el SLB incluirá ciertos eventos desencadenantes que pueden generar reajustes de la estructura financiera del bono. En otras palabras, si la compañía cumple sus SPTs (medidos por los KPIs) con el que se ha comprometido dentro del plazo establecido en la documentación de los bonos, obtendrá un beneficio financiero tangible del éxito en el cumplimiento de dichos SPTs. Por el contrario, si la empresa no lo cumple con sus SPTs, sufrirá una penalidad financiera específica como resultado de ello.

Aunque los principios de ICMA proporcionan flexibilidad en cuanto a la forma en que pueden estructurarse estos beneficios o penalidades financieras, los mercados se han centrado en los cupones de interés establecidos en los bonos como la métrica financiera de elección que puede ser afectada por el éxito o fracaso del emisor dentro de la estructura SLB. Por lo tanto, en la mayoría de los SLBs (si no en todos), el compromiso de los emisores ha sido el siguiente: En el *pricing* inicial de la transacción (es decir, cuando el cupón de interés se fija para el bono), el emisor se beneficia de la estructura SLB y, presumiblemente, dado que los inversores dan crédito del compromiso ESG del emisor, este recibe un cupón de interés más bajo. Sin embargo, tal cupón puede experimentar un “incremento” si la empresa no logra cumplir o superar sus SPTs.

Hasta ahora no ha habido estructuras SLBs que ofrezcan una “reducción” del cupón de interés si se cumplen con los SPTs. La justificación que ha dado el mercado en general ha sido la siguiente: el cupón de interés inicial es más bajo dado que los inversores dan

---

<sup>41</sup> ICMA, “Sustainability-Linked Bond Principles”.

crédito al compromiso ESG del emisor y, por lo tanto, la “reducción” del cupón ya se encuentra “construida” dentro del bono desde el principio. Sin perjuicio de ello, esto no significa que, en el futuro, las empresas no decidan cambiar la forma en la que emiten sus SLBs y estructurar tanto los “incrementos” como las “reducciones” de la tasa de interés. Esto es, de hecho, un cambio que se ha visto y se encuentra ampliamente aceptado en los mercados de crédito con los SLLs. Más aun, nada impide que los mercados financieros puedan incluso ir más allá y desarrollar otros mecanismos de incentivos financieros diferentes de los ajustes de los cupones de interés, que hagan que los SLBs sean instrumentos más atractivos para los inversores.

En cualquier caso, la selección y estructuración de los incentivos financieros son una parte crítica del SLB y es fundamental que estos sean proporcionales y significativos en relación con los compromisos ESG del emisor.

#### *d. Reportes*

Los emisores de SLBs deben publicar y mantener información actualizada fácilmente disponible y accesible sobre el rendimiento de los KPIs seleccionados, incluyendo: (i) el ‘baseline’ con el que comienzan y cómo van evolucionando en las métricas medidas mediante los KPIs, (ii) un reporte de verificación relativo al SPT, que describa el rendimiento del emisor frente a los KPIs, las características financieras o estructurales del bono, etc., y (iii) cualquier otra información que permita a los inversores monitorear cómo evoluciona el cumplimiento (o no) de los SPTs.<sup>42</sup> La presentación de reportes por el emisor debe hacerse y publicarse regularmente, al menos anualmente.

#### *e. Verificación*

Por último, los emisores de SLBs deben buscar incluir a un verificador independiente y externo de su nivel de rendimiento frente a cada SPT para cada KPI por parte de un consultor externo calificado que tenga experiencia relevante (algunos ejemplos son auditores o consultores medioambientales). Esto se conoce comúnmente como “*second party opinion*” o “SPO”. Los emisores suelen buscar una SPO previa a la emisión y, a continuación, requieren otra SPO en los momentos en que se miden los KPIs para determinar si se han cumplido los SPTs o no, con el fin de tener claridad en cuanto a si deben dispararse los incentivos financieros en la SLB.

---

<sup>42</sup> ICMA, “Sustainability-Linked Bond Principles”.

En su SPO previa a la emisión del bono, los consultores externos suelen evaluar la relevancia, solidez y fiabilidad de los KPIs seleccionados por el emisor, la justificación y el nivel de ambición de los SPTs propuestos y la credibilidad de la estrategia esbozada por la compañía para lograrlos.

En sus SPOs posteriores a la emisión, los consultores externos suelen evaluar la evolución de los KPIs del emisor. Sin embargo, en algunos casos la compañía no busca una SPO posterior a la emisión del bono, si no que los emisores deben demostrar o desarrollar la experiencia técnica interna para verificar sus metodologías y mostrar cómo han cumplido o no han alcanzado un SPT.

En todos los casos, la decisión de tener o no SPO de pre-emisión y post-emisión y la verificación del desempeño de la compañía frente a los SPTs seleccionados deben estar disponibles al público.

### **C. Consideraciones preliminares**

Los SLBs son instrumentos financieros innovadores cuya estructura financiera puede variar dependiendo de si se cumplen los objetivos de ESG seleccionados por el emisor, sin exigir que este invierta los *proceeds* del bono en proyectos específicos. Esta capacidad del emisor para definir sus objetivos de ESG libremente permite que un mayor “pool” de empresas tenga acceso al mercado de bonos vinculados a la sustentabilidad, especialmente cuando comparamos el mercado de SLBs con el mercado de bonos ESG, que es más limitado.

En este sentido, consideramos que los SLBs son un medio aún más eficaz y un mejor catalizador que los bonos ESG para lograr una economía sostenible, inclusiva y medioambientalmente viable. Libres de la restricción de tener que utilizar los *proceeds* de la oferta exclusivamente para proyectos elegibles ESG, los emisores de SLBs pueden utilizar dichos *proceeds* para financiar iniciativas y proyectos que de otra manera no habrían sido financiados.

En consecuencia, las SLBs permiten a un gran número de empresas del sector primario (*e.j.*, minería y *oil & gas*), el sector secundario (*e.j.*, productos farmacéuticos o químicos, acero, cemento) y el sector terciario (*e.j.*, transporte aéreo o marítimo) acceder al mercado ESG con instrumentos financieros peculiares y contribuir así a reducir el impacto de estas empresas en el medio ambiente, en particular sobre el cambio climático.

Sin perjuicio de ello, los SLBs no se encuentran libres de problemas. Los dos desafíos principales que hemos identificado son: (i) la dificultad en la calibración de los KPIs y los SPTs y (ii) las complicaciones que pueden surgir en la estructuración financiera del SLBs, particularmente el riesgo de que se podría no “penalizar” lo suficiente (o “penalizar” demasiado) a los emisores que se no cumplan sus SPTs, generando distorsiones en los incentivos creados.

Con respecto a la calibración de los SPTs de un SLB, el rendimiento del emisor en términos de sustentabilidad se mide normalmente a través de los KPIs y, como hemos visto, estos pueden ser externos o internos. Esta elección entre KPIs externos e internos a discreción del emisor puede llevar a que emisores seleccionen solo KPIs internos y, por lo tanto, centren su análisis del impacto ESG y el cumplimiento de sus SPTs en ciertos aspectos de sus operaciones y no en el efecto general de sus actividades. Esto permitiría a una empresa, por ejemplo, cumplir sus SPTs y, al mismo tiempo, aumentar significativamente su participación en la contaminación o el daño al medio ambiente en áreas no cubiertas por los KPIs seleccionados. Así, el emisor podría, entonces, eludir el objetivo central de la SLB y neutralizar la externalidad positiva creada por el cumplimiento de sus SPTs.

Sin embargo, estas aparentes deficiencias en cuanto a la estructura de SLBs no son insalvables: en la medida en que los inversores sean o se vuelvan más escépticos con respecto a estos emisores “oportunistas” y, por lo tanto, las inversiones no fluyen libremente hacia SLBs emitidos por estas empresas, los bancos colocadores tendrán un incentivo y presión para intentar sacar al mercado solo a las compañías más responsables y que están realmente comprometidas con una buena estrategia y metas ESG.

En cuanto a la cuestión de la inadecuada estructuración financiera de los SLBs, vemos que el mercado ha estandarizado hoy un aumento en la tasa de cupón de interés del SLB de 25 “*basis points*” si no se cumplen los SPTs. Considerando que las tasas de interés aún son relativamente bajas a nivel global (aun cuando han estado subiendo y se espera que sigan haciéndolo en un futuro próximo), se puede cuestionar la proporcionalidad y el efecto desincentivo de este aumento de los 25 *basis points* de la tasa de interés, que a veces representa apenas un porcentaje muy bajo de la tasa inicial del cupón de interés. Por lo tanto, una ligera variación en la tasa de cupón puede no incentivar la gestión del emisor para alcanzar sus SPTs.

Por otro lado, una penalización excesiva por no cumplir los SPTs también podría generar incentivos perversos, en particular dado que el fracaso en el cumplimiento de los SPTs no siempre es culpa del emisor. Este es aún más un problema que una penalización demasiado leve, dado que los acontecimientos no siempre están bajo el control del emisor. Las operaciones comerciales de las empresas en todos los sectores de la economía, y sus proyectos, a menudo se ven interrumpidos por la fuerza mayor y otros acontecimientos inesperados y estos no son fácilmente evaluables para considerarlos dentro del *pricing* de la estructura de un SLB.

En resumen, si bien los SLBs son una innovación notable que ha ganado terreno en los mercados financieros en los últimos dos años, estos instrumentos todavía tienen algunas deficiencias y hay muchos desafíos que deben superarse en la estructuración adecuada de un SLB. Por lo tanto, para que los SLBs se conviertan en “*asset class*” importante en los mercados financieros en un futuro próximo, los emisores y los bancos colocadores tendrán que trabajar para garantizar que estos nuevos instrumentos de ESG se adapten a la demanda de los inversores.

#### **IV. Bonos soberanos vinculados a la sustentabilidad: Innovaciones y desafíos**

El 7 de marzo de 2022, Chile logró un hito histórico al ser el primer país soberano en emitir un SLB. El bono fue bien recibido por el mercado, con un exceso de demanda de USD 8,1 billones (el bono efectivamente emitido fue por USD 2 billones).<sup>43</sup> Los objetivos centrales de sustentabilidad contemplados por la SLB de Chile se vinculan directamente a sus compromisos asumidos bajo el Acuerdo de París sobre el Cambio Climático. El incumplimiento de estos objetivos conlleva consecuencias financieras para Chile en forma de un incremento del cupón de interés del bono. Como se mencionó anteriormente, como resultado de la exitosa emisión de un SLB por Chile, hay otros países que están considerando activamente este camino, incluyendo Uruguay<sup>44</sup> y Ghana.<sup>45</sup>

Esta emisión histórica y el interés posterior de otras naciones por los SLBs demuestran su éxito como instrumento alternativo a los bonos ESG tradicionales. El

---

<sup>43</sup> “Chile realiza histórica emisión por US\$ 2.000 millones y se convierte en el primer país en emitir un Bono Vinculado a la Sostenibilidad”, Ministerio de Hacienda - Gobierno de Chile, 2 de marzo de 2022. Disponible en: [www.hacienda.cl/noticias-y-eventos/noticias/chile-realiza-historica-emision-por-us-2-000-millones-y-se-convierte-en-el](http://www.hacienda.cl/noticias-y-eventos/noticias/chile-realiza-historica-emision-por-us-2-000-millones-y-se-convierte-en-el).

<sup>44</sup> Giráldez, “Sustainability-Linked Bond Issuances by Sovereigns”.

<sup>45</sup> Aidoo, “IFC and Ghana’s Securities and Exchange Commission”.

hecho que una nación soberana decida utilizar este instrumento financiero demuestra que cada vez se considera más a los SLBs como una herramienta útil para canalizar las inversiones orientadas hacia temas ESG y, al mismo tiempo, alinear adecuadamente los intereses del emisor y de la sociedad en general.

Sin embargo, subsisten ciertos desafíos, en particular teniendo en cuenta que la estructuración de una emisión de bonos para un soberano es muy diferente de una emisiones de bonos corporativos. Todos los SLBs corporativos emitidos hasta hoy han seguido los principios de ICMA descritos en la Sección III de este artículo. Sin embargo, dichos principios se redactaron teniendo en cuenta a las empresas, por lo que algunas de las directrices y recomendaciones de ICMA no son directamente aplicables a los países soberanos.<sup>46</sup> Un SLB soberano necesitará su propia flexibilidad, pero también tendrá que garantizar transparencia, eficiencias en reporte y verificación si quiere ser aceptado en el mercado.

#### A. Selección de KPIs

Los KPIs más comunes que se observan en los SLBs corporativos se relacionan con la reducción de emisiones de CO<sub>2</sub>. Sin embargo, otros objetivos han incluido el uso eficiente del agua, la capacidad instalada de energía renovable o incluso la reintroducción de especies amenazadas en los ecosistemas.<sup>47</sup> A medida que los países soberanos comienzan a emitir SLBs, un conjunto más extenso de KPIs podría resultar problemático. A diferencia de una compañía, los países no son específicos del sector o de la industria y, por lo tanto, pueden verse tentados a incluir una amplia gama de KPIs en la estructuración de un SLB. Esta complejidad podría convertirse en un desafío para los inversores que buscan instrumentos financieros ESG, dado que podría resultar difícil evaluar algunos de los KPIs propuestos o ponderar adecuadamente los múltiples KPIs dentro de la estructura de SLB.

Con el fin de evitar esto, el Banco Mundial ha recomendado a las naciones soberanas que se apeguen a un número limitado de KPIs reconocidos globalmente y actualmente está trabajando en un marco para evaluarlos.<sup>48</sup> De hecho, el Banco Mundial ha declarado que “establecer KPI significativos para estos bonos soberanos [es] vital para establecer

<sup>46</sup> Giráldez, “Sustainability-Linked Bond Issuances by Sovereigns”.

<sup>47</sup> Giráldez, “Sustainability-Linked Bond Issuances by Sovereigns”.

<sup>48</sup> Fiona Stewart y Anderson Caputo Silva, “Virtue and a Reward: Linking Sustainable Policies with Sovereign Debt”, *World Bank Blogs*, 19 de octubre 2021. Disponible en: <https://blogs.worldbank.org/psd/virtue-and-reward-linking-sustainable-policies-sovereign-debt>.



una clase de activos sólida. Habría que seleccionar un número limitado de indicadores comprensibles y aceptados internacionalmente”.<sup>49</sup>

## **B. Calibración de SPTs**

La expectativa es generalmente que la mayoría de los soberanos que deciden emitir bonos a través de una estructura SLB probablemente seleccionarán KPIs vinculados a objetivos existentes sobre los que han estado midiendo o informando antes de considerar un SLB.<sup>50</sup> Es importante destacar que un SLB podría estructurarse de manera que los SPTs medidos a través de los KPIs elegidos se alineen con los compromisos de un país a través de “Contribución Determinada a Nivel Nacional” (“NDC”, por su acrónimo en inglés) dentro del marco del Acuerdo de París sobre el Cambio Climático.

Un excelente ejemplo de ello es el caso de Chile. El SLB chileno penaliza esencialmente al país si este no limita las emisiones a no más de 95 toneladas métricas de CO<sub>2</sub> y sus equivalentes para 2030 o garantiza que al menos el 60 % de la producción de electricidad dentro del país se derive de fuentes de energía renovables para 2032.<sup>51</sup> Por ende, tanto la selección de KPIs como la determinación de los objetivos apropiados se han estructurado conforme al Acuerdo de París.

Dado que 195 países han firmado dicho acuerdo, los países soberanos que pretenden estructurar las emisiones de bonos a través de SLBs y, por lo tanto, quieren mostrar un compromiso ESG con los inversores, pueden apoyarse en los compromisos asumidos allí para dar credibilidad a su programa de ESG bajo el paraguas de la SLB. Por lo tanto, podrían seguir el ejemplo de Chile y alinear los KPIs seleccionados y los SPTs correspondientes con lo comprometido bajo el Acuerdo de París. Esto además se alinea bien con los objetivos del acuerdo, dado que pone de frente consecuencias económicas al país si los objetivos emprendidos no son cumplidos y, por lo tanto, aumenta la probabilidad de que se alcancen esos objetivos.

Sin embargo, por otra parte, si las prácticas de mercado se estandarizan en torno a los compromisos contraídos en el Acuerdo de París, algunos países podrían ser reacios a emitir SLBs, especialmente si no están seguros o no esperan cumplir los objetivos establecidos allí. Por lo tanto, si emiten un SLB alineado con tales objetivos, sufrirán la pena por no cumplirlos. Alternativamente, si emiten una SLB con compromisos de SPTs

<sup>49</sup> Stewart y Caputo Silva, “Virtue and a Reward”.

<sup>50</sup> Giráldez, “Sustainability-Linked Bond Issuances by Sovereigns”.

<sup>51</sup> “Republic of Chile Notes Due 2042”.

que son más pequeños y no llegan al nivel de lo que asumieron en el Acuerdo de París, el país soberano estará dando una señal al mundo de que no está verdadera ni plenamente comprometido con los objetivos del acuerdo.

### C. Características de enlace

Es poco probable que las características de la SLB soberana difieran significativamente de las de las empresas, pero hay margen para diferencias e innovaciones. Principalmente, hemos identificado dos innovaciones que se espera que distingan un SLB soberano de uno corporativo.

#### a. Estructura financiera

En primer lugar, las naciones soberanas pueden presionar para que se dé un “incremento” de la tasa de cupón de interés si no logran cumplir sus SPTs, pero también una “reducción” si logran cumplir dichos objetivos. Esto es algo que no se ha intentado antes en el mercado de SLB y Chile, como primer emisor de un SLB soberano, no se ha atrevido a ello. Por lo tanto, por ahora el mercado de SLB está dominado exclusivamente por estructuras de bonos que solo incluyen penalidades y no recompensas. Como vimos antes, el beneficio de la estructura SLB clásica se obtiene al *pricing*, cuando el emisor supuestamente obtiene una mejor tasa de cupón de interés que la que obtendría con un bono normal.

No obstante, la dinámica de la forma en que un soberano opera en los mercados financieros es marcadamente diferente de la de un emisor corporativo y también lo son los incentivos que tienen los funcionarios públicos en el gobierno a la hora de decidir si adoptar una estructura SLB para sus emisiones de deuda. Los funcionarios públicos que trabajan en el Ministerio de Finanzas o del Tesoro de un país que está estructurando un SLB (clarificamos aquí que dichos Ministerios normalmente son la entidad encargada de la gestión de la deuda externa de los países) pueden ser mucho más reticentes a emitir un bono que, “*on its face*”, tiene solo una “penalidad” o “desventaja”. Esto no necesariamente sería un problema para el directorio de una compañía, pero sí lo puede ser para un funcionario público. Esto se debe a que, aunque el funcionario pueda entender que el “beneficio” real del SLB está en realidad en el momento del *pricing*, la inexistencia de un beneficio explícito puede hacer poco atractivo un SLB desde una perspectiva política. No debemos olvidar que los funcionarios (especialmente los que están en los más altos niveles de poder) son generalmente responsables ante el público e influenciados por la opinión pública.

Por lo tanto, esperamos que se produzca una innovación adicional en la estructuración soberana de SLBs para garantizar que esta estructura vinculada a la sustentabilidad sea viable no solo desde una perspectiva financiera y jurídica, sino también desde una perspectiva política.

*b. Nación más favorecida*

La segunda innovación que esperamos ver en el mercado ya ha sido desarrollada y utilizada por Chile. Se trata de la adopción, dentro de la estructura SLB, de una disposición de “nación más favorecida” (o “MFN”, por su acrónimo en inglés). De conformidad con esta cláusula, los términos y condiciones de los bonos emitidos por Chile en el marco del SLB se ajustarán en el futuro en cualquier momento en que ese país decida emitir un nuevo SLB que incluya SPTs más ambiciosos que se basen en los mismos KPIs y en las mismas fechas de revisión.

**D. Reportes y verificación**

Las empresas que han emitido SLBs en los últimos dos años suelen proporcionar reportes anuales al mercado sobre los KPIs seleccionados y los SPTs relacionados. Sin embargo, los ciclos de presentación de reportes de la mayoría de los países, en el marco de sus compromisos bajo el Acuerdo de París, son generalmente más largos y duran dos años. Por lo tanto, necesariamente habrá diferencias considerables entre las obligaciones de informar de un país soberano bajo una SLB a las de una empresa. En el caso del SLB de Chile, los inversores parecen haberse sentido lo suficientemente cómodos con la presentación de reportes de los KPIs vinculados a las emisiones de CO<sub>2</sub> cada dos años. Sin embargo, queda por ver si los inversores presionarán por periodos de presentación de reportes más cortos a medida que aumente la oferta de SLBs soberana.

Además, el desempeño de los emisores corporativos frente a los KPIs ha sido determinado típicamente por un profesional independiente, como un auditor o un experto en medio ambiente. Sin embargo, es poco probable que los países soberanos operen de la misma manera; y otra capa de incertidumbre reside en cómo se evaluarán los KPIs futuros. En el marco del Acuerdo de París, los reportes de los miembros están sujetos a un proceso de consulta y análisis internacionales que se lleva a cabo durante un periodo de dos años. Por lo tanto, si un soberano quiere proporcionar a los inversores reportes de verificación en un plazo más corto, esto no será fácil.

## V. Conclusión

A lo largo de este artículo, nos hemos centrado principalmente en los mercados de capitales internacionales y, en particular, en los bonos ESG y SLBs. Con este propósito, hemos examinado la estructura jurídica de los bonos ESG que han sido emitidos en el mercado financiero internacional en los últimos años, algunas de las deficiencias que han demostrado estos instrumentos financieros y por qué los nuevos SLBs han tenido tanto éxito como complemento de los bonos ESG tradicionales. Además, presentamos la estructura jurídica de un típico SLB, examinamos sus principales características innovadoras y algunos de los desafíos que los emisores y bancos colocadores han enfrentado en las transacciones recientes. Por último, examinamos la adopción por naciones soberanas de principios de *sustainability-linked finance* y la incorporación de SLBs como parte de los instrumentos de deuda emitidos por países soberanos, tendencia muy reciente en el mercado SLB.

Hemos mostrado asimismo que los bonos ESG y los SLBs no carecen de problemas o desafíos. Por el contrario, estos son instrumentos financieros nuevos y notablemente innovadores y, como consecuencia de ello, todavía resta mucho trabajo por parte de compañías, bancos colocadores, inversores y sus abogados para poder determinar las formas más efectivas de estructurar este tipo de bonos. En particular, los SLBs han demostrado tener una potencialidad notable, pero a la vez requerir intensa atención dado a las consecuencias financieras que el perfil ESG del bono puede generar tanto para el emisor como para los inversores. Todo esto se ve potenciado en el caso de una emisión de un SLB soberano.

En suma, a pesar de que el mercado financiero internacional aún se encuentra experimentando con nuevas estructuras y es incierto cuál será el camino que los bonos ESG y los SLBs sigan en el futuro, el desarrollo de estos instrumentos financieros en los últimos años ha decididamente demostrado ser una respuesta efectiva por parte de empresas (y, recientemente, países soberanos) frente a las demandas y preocupaciones globales acerca del cambio climático y la necesidad del desarrollo de prácticas empresariales más responsables.

## Bibliografía

- Aidoo, Kobina. “IFC and Ghana’s Securities and Exchange Commission to Develop Green Bonds Market”. International Finance Corporation. 5 de mayo de 2021. Disponible en: <https://pressroom.ifc.org/all/pages/PressDetail.aspx?ID=26337>.
- CABEI. “CABEI, First MDB to Issue Covid-19 Vaccine Bond-US\$50 Million”. 11 de noviembre de 2020. Disponible en: [www.bcie.org/en/news-and-media/news/article/cabei-first-mdb-to-issue-covid-19-vaccine-bond-us50-million](http://www.bcie.org/en/news-and-media/news/article/cabei-first-mdb-to-issue-covid-19-vaccine-bond-us50-million).
- De La Orden, Raquel y De Calonje, Ignacio. “Sustainability-Linked Finance-Mobilizing Capital for Sustainability in Emerging Markets”. *International Finance Corporation* (enero de 2022).
- Giráldez, Juan G.; Lagos, Ignacio y Gomez Tomei, Lara. “Sustainability-Linked Bond Issuances by Sovereigns”. 19 de mayo de 2022. Disponible en: [www.clearygottlieb.com/news-and-insights/publication-listing/sustainability-linked-bond-issuances-by-sovereigns](http://www.clearygottlieb.com/news-and-insights/publication-listing/sustainability-linked-bond-issuances-by-sovereigns).
- Guthrie, Amy. “Latin American Lawyers Are Brainstorming ESG Policies as Sustainability Takes Center Stage in Business, Government”. *Daily Business Review*, 3 de febrero de 2022.
- Humphreys, Paul y Wilkins, Timothy. “Sustainability Linked Loans: A Growing Market”. *New York Law Journal*, 17 de diciembre de 2019. Disponible en: <https://www.law.com/newyorklawjournal/2019/12/17/sustainability-linked-loans-a-growing-market/?slreturn=20220620093008>.
- ICMA. “Green Bond Principles”. Junio de 2021. Disponible en: [www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf](http://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf).
- ICMA. “Social Bond Principles”. Junio de 2021. Disponible en: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Social-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>.
- ICMA. “Sustainability-Linked Bond Principles”. Junio de 2021. Disponible en: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2020-171120.pdf>.

Jones, Liam. “Sustainable Debt Tops \$1 Trillion in Record Breaking 2021, with Green Growth at 75%: New Report”. Climate Bonds Initiative. 25 de abril de 2022. Disponible en: [www.climatebonds.net/2022/04/sustainable-debt-tops-1-trillion-record-breaking-2021-green-growth-75-new-report](http://www.climatebonds.net/2022/04/sustainable-debt-tops-1-trillion-record-breaking-2021-green-growth-75-new-report).

Luxembourg Stock Exchange. “EmpGeneEleHaina”. 11 de agosto de 2021. Disponible en: [www.bourse.lu/issuer/EmpGeneEleHaina/105665](http://www.bourse.lu/issuer/EmpGeneEleHaina/105665).

Papadopoulos, Chris. “Analysis: Sustainability-Linked Bonds Face Big Reputation Test”. Capital Monitor. 21 de abril de 2022. Disponible en: <https://capitalmonitor.ai/asset-class/fixed-income/sustainability-linked-bonds-face-key-tests/>.

Stewart, Fiona y Caputo Silva, Anderson. “Virtue and a Reward: Linking Sustainable Policies with Sovereign Debt”. *World Bank Blogs*, 19 de octubre de 2021. Disponible en: <https://blogs.worldbank.org/psd/virtue-and-reward-linking-sustainable-policies-sovereign-debt>.

Winters, Rachel. “The Government of Belize Partners with the Nature Conservancy to Conserve 30% of Its Ocean through Debt Conversion”. The Nature Conservancy. 5 de noviembre de 2021. Disponible en: [www.nature.org/en-us/newsroom/blue-bonds-belize-convert-thirty-percent-of-ocean-through-debt-conversion/](http://www.nature.org/en-us/newsroom/blue-bonds-belize-convert-thirty-percent-of-ocean-through-debt-conversion/).