

De la Experiencia Soberana al Mercado Corporativo: Adaptación del modelo uruguayo de los Sustainability-Linked Bond (SLB) soberanos al marco Obligaciones Negociables privadas

Ruth Furtenbach Domenech ¹

Sumario

El financiamiento sustentable ha pasado de un rol marginal a ocupar un lugar destacado en las estrategias corporativas y estatales, guiado por criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG). Entre sus instrumentos, los Bonos Vinculados a la Sostenibilidad (SLB) destacan por vincular el costo de financiamiento al cumplimiento de metas de desempeño sostenible, sin restringir el destino de los fondos.

En 2022, Uruguay innovó al emitir el primer SLB soberano de América Latina, atando la tasa de interés a indicadores medibles: reducción de emisiones de gases de efecto invernadero e incremento de bosques nativos bajo manejo. El incumplimiento de los objetivos implica un aumento de la tasa de interés, aplicándose un mecanismo de rendición de cuentas verificable.

La propuesta analizada consiste en trasladar este modelo al sector privado, adaptándolo al marco de las obligaciones negociables previstas en la Ley de Sociedades Comerciales y la Ley de Mercado de Valores. El régimen vigente ya permite fijar condiciones financieras variables, siempre que sean objetivas, verificables y transparentes en el prospecto, por lo que no se requiere crear una nueva figura jurídica.

Un SLB corporativo mantendría la estructura tradicional de deuda, incorporando cláusulas de ajuste de tasa según el cumplimiento de indicadores de desempeño sustentable (KPIs) y metas cuantificadas (SPTs) relevantes para el negocio. Por ejemplo, una empresa podría comprometerse a reducir consumo energético por unidad producida, con auditoría externa y divulgación periódica.

Para su implementación, es primordial contar con indicadores de desempeño sustentables ambiciosos, validación independiente, metodología y cláusulas contractuales claras. En este sentido, el ordenamiento uruguayo ya exige para la emisión de obligaciones negociables, estándares de transparencia, auditorías y reportes, lo que asegura la credibilidad del instrumento.

La experiencia uruguaya de emisión de “Bonos Vinculados a la Sostenibilidad”, demuestra que es posible alinear financiamiento y sostenibilidad de manera sólida y confiable. La adaptación al sector privado permitiría ampliar opciones de inversión, fortalecer la reputación corporativa y contribuir a metas ESG nacionales e internacionales, sin reformas legales adicionales.

Palabras clave: Financiamiento sustentable, Bonos vinculados a la sostenibilidad (SLB), Indicadores de Desempeño Sustentable (KPIs), Obligaciones Negociables, Sostenibilidad **Introducción**

El financiamiento sustentable, antes relegado a un rol periférico, viene ganando cada vez mayor protagonismo, el cual tiende a convertirse en el eje central de la estrategia corporativa y estatal a nivel global. Los criterios ambientales, sociales y de gobernanza -ESG, por sus siglas en inglés- se vienen consolidando como parámetros esenciales en la toma de decisiones de inversión y gestión empresarial. En este contexto, Uruguay ha demostrado capacidad de innovación al emitir en 2022 su primer Sustainability-Linked Bond (SLB) soberano² (Bono Indexado a Indicadores de cambio climático), vinculado al cumplimiento de metas ambientales verificables y medibles, consolidando así un mecanismo que une financiamiento con sostenibilidad.

Esta emisión, pionera en la región, vinculó el costo del financiamiento del Estado a metas ambientales concretas. A diferencia de los bonos verdes tradicionales, que destinan sus fondos exclusivamente a proyectos ambientales específicos, el bono uruguayo estableció indicadores de desempeño sustentable (*Key Performance Indicators*, KPI) y metas cuantificadas (*Sustainability Performance Targets*, SPT) cuya verificación independiente incide directamente en la tasa de interés a pagar. Si se alcanzan las metas fijadas -en este caso, reducir la intensidad de emisiones de gases de efecto invernadero y ampliar la superficie de bosques nativos bajo manejo- la tasa se mantiene inalterada; de lo contrario, se activa un aumento en la tasa como penalidad. Para ello, esta estructura introduce un elemento de rendición de cuentas medible, transparente y económicamente relevante.

En esta ponencia proponemos trasladar el modelo uruguayo de SLB al ámbito empresarial, como una alternativa de financiamiento que combine atractivo para inversores, reputación corporativa y compromiso con la sostenibilidad.

La expansión del financiamiento sustentable

En las últimas décadas, el financiamiento sustentable ha experimentado un crecimiento exponencial, dejando atrás su carácter secundario o marginal. Gobiernos, empresas e inversores comprenden cada vez más que enfrentar los retos ambientales y sociales no solo es una necesidad impostergable, sino también una fuente significativa de oportunidades de desarrollo y rentabilidad.

Bajo este concepto se agrupan una diversidad de instrumentos financieros que incorporan criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en su diseño. Los bonos verdes destinan sus recursos exclusivamente a proyectos con impacto ambiental positivo, como energías renovables o eficiencia energética. Los bonos sociales, en cambio, financian iniciativas con beneficios sociales directos, como vivienda asequible o programas de inclusión. Los bonos sostenibles combinan ambas dimensiones en un mismo marco de emisión.

A este conjunto se suman los Bonos Vinculados a la Sostenibilidad (*Sustainability-Linked Bonds*) (SLB), los cuales condicionan el costo del financiamiento al cumplimiento de metas de desempeño sustentable sin imponer restricciones sobre el uso de los fondos. Esta estructura los convierte en una herramienta muy interesante de alineación entre intereses financieros y objetivos de sostenibilidad, especialmente útil para emisores cuya estrategia ESG atraviesa de forma integral toda su actividad.

Bonos Vinculados a la Sostenibilidad: definición y origen

Como venimos de mencionar, el Bono Vinculado a la Sostenibilidad (*Sustainability-Linked Bond*) (SLB) es un instrumento de deuda cuyo rasgo distintivo es la vinculación de sus condiciones financieras con el logro de metas predefinidas en indicadores ambientales o sociales. Estos indicadores, denominados en inglés “*Key Performance Indicators*” (KPIs), deben ser medibles, relevantes para la actividad del emisor y suficientemente ambiciosos para implicar un cambio real en su desempeño.

El marco internacional de este instrumento se consolidó en 2020, cuando la International Capital Market Association (ICMA) publicó los *Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP)*³. Estos principios establecen lineamientos clave, tales como 1) la selección rigurosa y pertinente de KPIs. 2)

2 <https://www.mef.gub.uy/30686/21/areas/bono-indexado-a-indicadores-de-cambio-climatico-biicc-de-uruguay.html>. Fecha de captura : 15/8/2025

3 En <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2020/Spanish-SLBP2020-06-280920.pdf> Definición de metas de desempeño sustentable (*Sustainability Performance Targets*). 3) Transparencia en la comunicación de resultados. 4) Verificación independiente del cumplimiento de metas.

A diferencia de los bonos verdes, en los SLB el foco del incentivo no está puesto en cómo se utilizan los fondos, sino en los resultados concretos obtenidos. Si las metas pactadas no se cumplen, la tasa puede incrementarse; en cambio, su cumplimiento permite mantener e incluso reducir, el costo del financiamiento.

A nivel internacional, existen ejemplos comparables que respaldan la viabilidad de SLB corporativos⁴, como el de Enel (Italia, 2019), con emisión de bonos vinculados a metas de reducción de emisiones y eficiencia energética, con tasas de interés ajustadas según desempeño; Engie (Francia, 2020), con bonos sostenibles vinculados a objetivos de energía renovable y descarbonización de operaciones; y Siemens (Alemania, 2021), con emisión de bonos corporativos con KPIs ambientales y sociales, incluyendo eficiencia energética y diversidad de personal, auditados por terceros independientes.

De las tradicionales Obligaciones Negociables a las SLB como forma emergente de financiación

En el sistema jurídico uruguayo, las sociedades anónimas cuentan desde hace décadas con la posibilidad de financiarse mediante la emisión de obligaciones negociables, figura prevista en la Ley N° 16.060⁵ de Sociedades Comerciales y sujeta a la supervisión del Banco Central del Uruguay, conforme al régimen establecido por la Ley N.º 18.627 de Mercado de Valores⁶.

Este instrumento constituye un mecanismo consolidado y debidamente regulado, respecto de la inscripción, información y derechos de los acreedores, y con posibilidades de colocación tanto en mercados locales como internacionales.

La Ley N° 18.627 de Mercado de Valores establece las bases de la oferta pública de valores en Uruguay y confiere al Banco Central del Uruguay (BCU) -a través de la Superintendencia de Servicios Financieros (SSF) - la potestad reglamentaria y de supervisión del mercado. La Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV)⁷ del BCU ordena los requisitos de inscripción, información y gobierno para la emisión y oferta de obligaciones negociables (bonos corporativos), incluyendo la posibilidad de fijar condiciones financieras variables (por ejemplo, márgenes sobre tasas de referencia, mecanismos de step-up/step-down) siempre que sean transparentes, determinables y adecuadamente reveladas en el prospecto.

En este marco, pensar en nuevas formas de financiación, como la emisión de SLB corporativos, no supone crear una figura jurídica nueva, sino adaptar la obligación negociable ya contemplada en nuestro ordenamiento a estas tendencias emergentes. Nada en el régimen positivo vigente impide que esa variación esté vinculada al cumplimiento de Indicadores de Desempeño Sustentable (KPIs) y Metas de Desempeño Sostenible (SPT), siempre que dichos parámetros sean objetivos, auditablemente verificables, y oportunamente publicados.

Desde el ángulo societario, la Ley N° 16.060 (LSC) habilita a la sociedad anónima a emitir valores representativos de deuda a través de su previsión en el estatuto o en resoluciones adoptadas por el órgano competente -Asamblea Extraordinaria-, debiendo respetarse siempre los límites de tutela al acreedor y la igualdad de trato entre obligacionistas de una misma serie.

4 Enel, *Sustainability-Linked Bond Framework*, 2019; Engie, *SLB Framework*, 2020; Siemens, *Sustainability-Linked Financing Report*, 2021.

5 Art. 434 ley 16060

6 Arts. 63 y ss. ley 18627

7 <https://www.bcu.gub.uy/Acerca-de-BCU/Normativa/Documents/Reordenamiento%20de%20la%20Recopilación/Mercado%20de%20Valores/RNMV.pdf>.

Fecha de captura: 15/8/2025

Sobre esa plataforma, reafirmamos que un SLB corporativo uruguayo no estaría creando una especie jurídica distinta. La estructura esencial de deuda del bono tradicional se mantendría inalterada,

incorporando únicamente cláusulas que ajusten la tasa de interés según el grado de cumplimiento de indicadores clave de desempeño sostenible (*KPIs*) y metas cuantificables (*SPT*). Se trataría de una obligación negociable cuya promesa de pago incorpora un mecanismo contractual de ajuste si la emisora cumple o incumple *KPI/SPT* predefinidos (por ejemplo, intensidad de gases de efecto invernadero, participación de energías renovables, eficiencia hídrica, seguridad laboral, o metas de diversidad).

De este modo, se preserva la solidez jurídica de los bonos tradicionales, añadiendo un incentivo económico directo ligado a la obtención de resultados ESG. La clave estaría entonces, en diseñar emisiones cuyas condiciones contractuales incluyan cláusulas que las vinculen a indicadores de desempeño sustentable, auditados por terceros independientes.

El atractivo de esta propuesta radica en que no se exigiría destinar los fondos captados a un proyecto ambiental específico. Una empresa del sector industrial, por ejemplo, podría emitir un bono de este tipo para financiar su expansión o capital de trabajo, pero asumir el compromiso de reducir en un porcentaje determinado su consumo de energía por unidad producida en un plazo preacordado. Si logra la meta, mantiene la tasa pactada; si no, afronta un aumento de la misma. Esta flexibilidad en el uso de los fondos, combinada con el incentivo económico, puede hacer más viable la colocación para el emisor y más atractiva para un segmento de inversores que busca rentabilidad sin renunciar a criterios ESG.

Por su parte, vemos que la experiencia uruguaya de 2022, con la emisión del primer SLB soberano en América Latina, ofrece un precedente valioso para explorar la posibilidad de replicar este modelo en el ámbito privado, utilizando la estructura jurídica y financiera de las obligaciones negociables previstas en la Ley de Sociedades Comerciales (Ley 16.060) y en la Ley de Mercado de Valores.

Adaptación del modelo SLB soberano al sector privado

La propuesta consiste entonces en replicar el esquema del SLB soberano en emisiones corporativas privadas, aprovechando el andamiaje legal existente. Considerando la experiencia de los SLB soberanos, una empresa del sector privado, en lugar de destinar el capital exclusivamente a proyectos verdes, podría emplearlo en múltiples áreas, pero asumir compromisos verificables en materia de reducción de huella de carbono, eficiencia energética, igualdad de género o cualquier otro indicador relevante para su sector.

En ese sentido, es dable considerar como aspectos fundamentales: 1) La definición de indicadores -*KPIs*- alineados con la actividad de la empresa y con estándares reconocidos. 2) la fijación de metas claras y ambiciosas, validadas por terceros. 3) Inclusión en el contrato de emisión, de la variación de la tasa según el grado de cumplimiento 4) La implementación de un sistema de reporte y verificación externa.

Este modelo permitiría a las empresas diferenciarse en un mercado de capitales cada vez más sensible a criterios ESG, atrayendo tanto a inversores locales como internacionales.

Podemos decir que la experiencia del bono soberano atado a *KPIs* sustentables marcó un antes y un después, en el sentido de que Uruguay mostró que puede alinear el precio del financiamiento con resultados ambientales verificables, abriendo la puerta a que el sector privado adopte un marco contractual similar con verificación independiente ex post y divulgación periódica.

Opinamos que este enfoque es compatible con el régimen privado uruguayo por las siguientes razones fundamentales: primero, porque el BCU a través de la RNMV, exige información suficiente, veraz y oportuna para la toma de decisiones de inversión, y los SLB son, ante todo, una promesa sólida, en el sentido de que explicitan cómo, cuándo y quién verificará los *KPIs*. Y en segundo lugar, porque el prospecto es el vehículo natural para detallar la fórmula de ajuste y el régimen de contingencias (en caso de que cambie la metodología, si deja de estar disponible un indicador, o si hay fuerza mayor).

Asimismo, debemos tener presente que la traslación privada supone la elaboración de un diseño serio, donde 1) los *KPIs* sean materiales al negocio y no solo “cosméticos”, 2) que los *SPT* sean ambiciosos pero alcanzables, 3) la existencia de un verificador externo con independencia y competencia,

4) contar con una métrica y metodología estables o reglas para su evolución, y 5) que la cláusula financiera sea clara (por ejemplo, un step-up de 0,25–0,50 puntos porcentuales en el cupón si al test date la emisora no acreditó la meta). Todo ello debería encuadrarse contractualmente y divulgarse conforme a las exigencias regulatorias.

La RNMV ya establece que las emisiones deben cumplir con ciertos estándares de transparencia y control, incluyendo auditorías, calificaciones de riesgo, informes de seguimiento y normas de gobierno corporativo del emisor. El elemento adicional vinculado a ESG no reemplaza estas obligaciones, sino que las complementa, implicando la elaboración de un reporte de sostenibilidad, que contenga información sobre el cumplimiento de los indicadores clave de desempeño, el que deberá ser revisado por un verificador externo, garantizando así la fiabilidad de los datos. Además, los resultados de este reporte se comunicarán, asegurando su difusión formal al mercado. En otras palabras, el ordenamiento uruguayo no necesita una nueva regulación para hacerlo: cuenta con todos los elementos para hacerlo y bien.

Conclusiones

La irrupción de los Bonos Vinculados a la Sostenibilidad, marca un cambio de paradigma en el financiamiento, desplazando el foco desde el destino de los fondos hacia el impacto real obtenido. Uruguay ya demostró, en el ámbito soberano, que es posible integrar este modelo dentro de su marco legal y financiero. El paso siguiente es su adaptación al sector privado, aprovechando la figura de las obligaciones negociables en el marco de las posibilidades que ofrece el derecho societario uruguayo.

En un contexto global donde el financiamiento sustentable gana protagonismo, esta adaptación no solo ampliaría las opciones de inversión y financiación, sino que también alinearía al sector privado con las metas nacionales e internacionales de sostenibilidad.

En definitiva, en Uruguay actualmente se podría emitir SLB corporativos, utilizando la obligación negociable como soporte jurídico de base y agregando una condición financiera indexada a sostenibilidad.

La verdadera innovación no radica en el instrumento financiero en sí, sino en el compromiso verificable que lo respalda. Además, el control que garantiza su eficacia, se ejercería tanto a nivel regulatorio, a través del BCU-SSF-, como contractual y técnico, con la supervisión de un verificador independiente. Es precisamente esta combinación de mecanismos lo que otorga solidez y confiabilidad al modelo.