

## Riesgos y Oportunidades en el Mercado de Instrumentos Financieros Sostenibles: Préstamos Vinculados a la Sostenibilidad

Jorge Vaz Gomes, Ana Gutiérrez Loscos y Nacho Guilera Vella  
Anthesis

### ABSTRACT

Los préstamos vinculados a la sostenibilidad (Sustainability-Linked Loans, SLL) son instrumentos financieros que ajustan las tasas de interés según el cumplimiento de objetivos Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG). Regulados por los Principios de Préstamos Vinculados a la Sostenibilidad (SLLP), estos instrumentos han crecido significativamente, alcanzando los 735 mil millones de dólares en 2021, debido a su flexibilidad y atractivo para inversores. En España, la financiación sostenible creció un 1% en 2023, destacando los SLL con un incremento del 11%. Sin embargo, desafíos como la dificultad para establecer metas ambiciosas y el impacto limitado de los ajustes de tasas plantean interrogantes sobre su efectividad. A pesar de ello, los SLL mejoran la reputación de las instituciones financieras y fomentan el compromiso con la sostenibilidad. El éxito de los SLL depende de la transparencia y ambición de sus métricas (KPI y SPT), así como de revisiones externas rigurosas. Aunque el mercado muestra signos de estabilización, estos instrumentos representan una oportunidad clave para alinear objetivos financieros y sostenibles, si se gestionan adecuadamente los riesgos.

**Keywords:** finanzas sostenibles sustainability-linked loans préstamos sostenibilidad

Los préstamos vinculados a la sostenibilidad, en inglés *Sustainability-linked loans* (SLL) son un instrumento financiero que vincula las tasas de interés a los objetivos de sostenibilidad de las empresas. Este tipo de servicio incentiva a las empresas a mejorar su desempeño en áreas Ambientales, Sociales y de Gobierno corporativo (ASG), ofreciendo condiciones más favorables si cumplen con sus objetivos de sostenibilidad. La situación más común en el mercado de los SLL es que se otorga una bonificación de 5 puntos básicos (0,05%) en caso de cumplimiento de objetivos de sostenibilidad, y, por el contrario, una penalización de 5 puntos básicos (0,05%) en caso de incumplimiento, siendo un ejercicio revisable anualmente. Como consultores de una empresa que trabaja diariamente con la estructuración de este tipo de instrumentos financieros, una parte de la información proporcionada en esta comunicación no puede ser verificada por razones de confidencialidad de los clientes. Sin embargo, es nuestra opinión que parte de esta información y lecciones que hemos aprendido de nuestra experiencia diaria es fundamental para entender los riesgos y oportunidades de este tipo de instrumentos financieros.

Aunque por ahora sin un marco en la legislación nacional o europea, las SLL encuentran un marco regulatorio en los llamados Principios de Préstamos Vinculados a la Sostenibilidad, en inglés *Sustainability Linked Loan Principles*<sup>1</sup> (SLLP), que se construyeron en una colaboración entre la *Loan Market Association* (LMA), la *Loan Syndications and Trading Association* (LSTA) y la *Asia Pacific Loan Market Association* (APLMA). Al igual que los Principios de Bonos Vinculados a la Sostenibilidad, en inglés *Sustainability-Linked Bond Principles* (SLBP) de la *International Capital Markets Association* (ICMA), este tipo de principios

forman parte de un esquema de autorregulación de los mercados, aceptado internacionalmente por todos los participantes y las instituciones financieras.

Según Pohl et al.<sup>2</sup>, los SLL han experimentado un crecimiento significativo en los últimos años. En 2021 se convirtió el mayor tipo de deuda corporativa con características sostenibles, alcanzando un total de USD 735 mil millones en todo el mundo<sup>1</sup>. Este crecimiento puede atribuirse a varios factores. Primero, la flexibilidad y personalización que ofrecen los SLL permiten a las empresas usar los fondos para cualquier propósito general, siempre y cuando se comprometan a mejorar su desempeño en sostenibilidad. Esto los hace más atractivos que otros instrumentos financieros sostenibles que tienen usos más restringidos. Además, las regulaciones y las políticas gubernamentales jugaron un papel crucial en el impulso de los SLL. Por ejemplo, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra han implementado directrices que exigen a los bancos incorporar los riesgos climáticos en sus marcos de gestión de riesgos<sup>3</sup>. Los SLL ofrecen una forma de alinear los intereses financieros con los objetivos de sostenibilidad, lo que atrae a una amplia gama de inversores.

En España, según el Informe Anual de OFISO<sup>4</sup> en 2024, el mercado de financiación sostenible continúa creciendo y alcanzó en conjunto en 2023 los 60.788 millones de euros. Después de algunos años de crecimiento con dobles dígitos, esta cifra representa un crecimiento de solo un 1% en relación al año anterior de 2022. Según el informe de 2024 de OFISO: "Por segundo año

<sup>1</sup> <https://www.lsta.org/content/sustainability-linked-loan-principles-sllp/>

<sup>2</sup> Pohl, C., Schüller, G., & Schiereck, D. (2023). Borrower- and lender-specific determinants in the pricing of sustainability-linked loans. *Journal of Cleaner Production*, 385, 135652. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.135652>

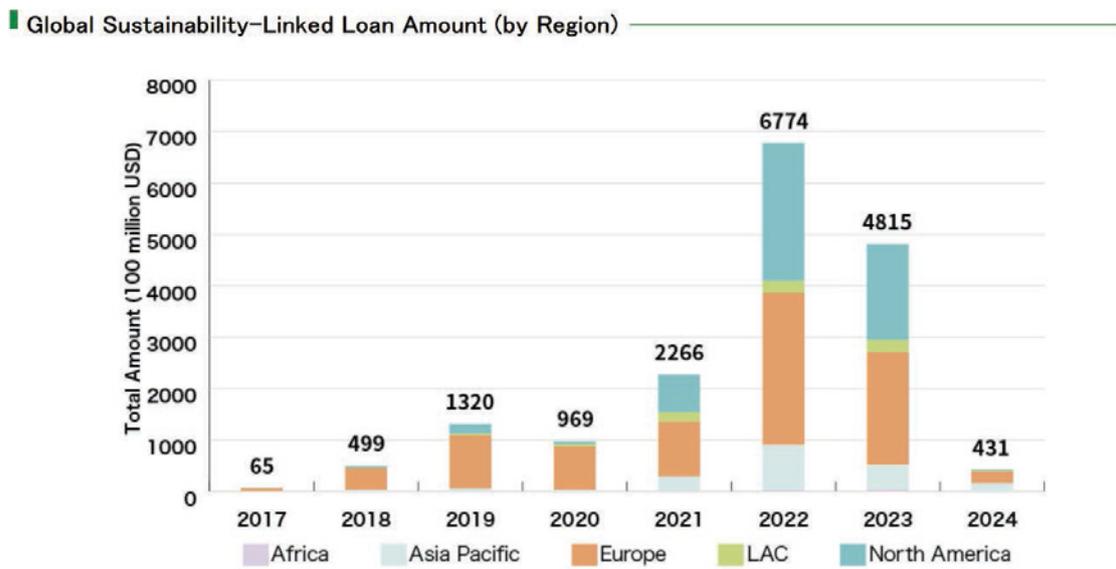
<sup>3</sup> <https://es.napglobalnetwork.org/innovative-financing/sustainability-linked-loans/>

<sup>4</sup> Observatorio Español de la Financiación Sostenible

consecutivo observamos la estabilización del volumen alcanzado por las finanzas sostenibles y la dificultad para superar el récord conseguido en 2021.” Sin embargo, los datos de OFISO demuestran un crecimiento en los préstamos verdes y los vinculados a la sostenibilidad: “sumaron en España, al menos 33.328 millones de euros, con un incremento del 11% según los datos públicos obtenidos sobre este tipo de instrumen-

tos financieros.” Si por un lado hay una tendencia reciente para una estabilización del crecimiento del mercado de financiación sostenible en España, los préstamos (verdes y sostenibles) parecen continuar con su senda de crecimiento. Sin embargo, al nivel global se asiste a la estabilización de la emisión de este instrumento financiero como se puede ver en la Tabla 1.

Tabla 1. Evolución de los SLLs al nivel global entre 2017 y 2024 (datos incompletos, solo hasta marzo de 2024).



\* The amount of sustainability linked loans totals the value amount of loans labeled as such in the Environmental Finance database. Environmental Finance does not have its own screening criteria but rather aims to track and include all self-labelled loans.

Source: Created by the Ministry of Environment based on the Environmental Finance Database (data as of March 15, 2024)

Fuente: Ministerio del Medioambiente de Japón.

¿Cuáles son las razones por las que los SLL han crecido tanto y ahora han entrado posiblemente en una fase de estabilización? ¿Existe el riesgo de que no sea una fase de estabilización, pero sí de decrecimiento? Las incertidumbres hacia el futuro de este instrumento financiero subrayan la importancia de analizar qué riesgos se están pasando por alto y qué oportunidades se están perdiendo. Analicemos entonces cómo se estructuran los SLL, para que podamos identificar los aspectos de estas financiaciones que pue-

den configurar riesgos o oportunidades.

La estructuración de un SLL se divide en dos partes. Por un lado, tenemos los Indicadores Clave de Rendimiento, en inglés *Key Performance Indicators* (KPI) y, por otro, los Objetivos de Desempeño Sostenible, en inglés *Sustainable Performance Targets* (SPT). Los KPI más comunes están relacionados con el consumo de energía y las emisiones de CO<sub>2</sub>, seguidos frecuentemente por los KPI relacionados con los

residuos y el agua. Los KPI con temática social y de gobernanza son menos frecuentes, ya que las entidades financieras no confían tanto en este tipo de KPI, además de que la forma en la que se han planteado los SLLP, penalizan este tipo de indicadores que no tienen objetivos alineados con los Objetivos basados en la ciencia, en inglés *Science Based Targets* (SBT)<sup>5</sup>. Otros criterios que los KPI tienen que cumplir, se basan en su materialidad (tienen que ser relevante para el negocio del prestatario), y comparables con un *benchmark* (si otras empresas competidoras también reportan esos KPI). Para cada KPI se tiene que plantar lo que se llaman los objetivos de desempeño sostenible (Sustainable Performance Targets – SPTs). Estos objetivos son los valores que los KPI tiene que cumplir al largo de la financiación hasta el último año del préstamo. Deben ser ambiciosos, más allá del *business as usual*, y siempre que sea posible deben estar alineados con los SBT, ya que estos respetan los umbrales de reducción de emisiones planteados en el Acuerdo de París.

Los SLL presentan tanto riesgos como oportunidades. Entre los riesgos, existe un importante reto al que se enfrentan las empresas para cumplir con los objetivos de sostenibilidad establecidos, lo que podría derivar en sanciones económicas. Otro problema al que se enfrentan las empresas en este momento está relacionado con las inversiones que ya se hicieron en años pasados para mejorar su desempeño sostenible global. Esto dificulta que se puedan plantear objetivos futuros ambiciosos para este tipo de financiaciones, cuando las empresas ya han invertido en las mejores tecnologías disponibles para reducir sus emisiones y consumos. Además, las bonificaciones de 5 pbs no suelen permitir a las empresas utilizar esos márgenes para

invertir en mejoras de desempeño sostenible.

El ajuste a las tasas de interés es uno de los problemas que existe para estos instrumentos. Ajustes de bonificación o de penalización de 5 puntos básicos no son suficientemente interesantes o penalizadores para que las empresas cambien de forma considerable su desempeño en cuestiones de sostenibilidad, ya que los costes asociados a la implementación de prácticas pueden ser muy elevados. Sin embargo, hay situaciones en las cuales un banco ha planteado subir estos ajustes, pero el prestatario no está interesado en esa subida, ya que en el caso de incumplimiento tendrá de pagar una penalización mayor, proporcional a la de la bonificación. Aquí en este punto, identificamos como esencial que la construcción de los KPIs y SPTs sea hecha de forma robusta, ambiciosa y transparente, para que, aunque el beneficio económico para la empresa no sea el más deseado, al menos exista un compromiso con mejoras reales de sostenibilidad.

Por último, la demanda de inversores se orienta cada vez más hacia financiaciones de proyectos sostenibles, conocidos como uso de fondos verdes o sociales. Estos proyectos, que pueden ser financiados a través de bonos, préstamos u otro tipo de instrumento financiero, tienen la ventaja de que, al revés de los SLL, invierten directamente en proyectos que tienen características de sostenibilidad, sean verdes, sociales o mixtos. El ajuste a las tasas de interés para estos instrumentos es bastante más amplio que en el caso de los SLL.

Sin embargo, también existen oportunidades importantes en el sector de los SLL, tanto para las entidades prestamistas como para los inversores de forma general. Autores como Auzepy et

<sup>5</sup> <https://sciencebasedtargets.org/>

al.<sup>6</sup> no encuentran indicaciones de que los mercados reaccionen de forma positiva a la emisión de los SSL, pero Torsteinsen & Englund<sup>7</sup> defienden que la transparencia asociada a este tipo de préstamos, así como el compromiso de los prestatarios con las cuestiones ASG, hace que los accionistas valoren este tipo de instrumento financiero. Estos instrumentos también tienen un valor añadido para las instituciones financieras, porque según Liu et al.<sup>8</sup> hay una relación negativa entre los SLL y los préstamos morosos. Los SLL también presentan otra oportunidad para las instituciones financieras, según los datos analizados por Huang et al.<sup>9</sup>, ya que muchos bancos utilizan esta herramienta para mejorar su reputación ASG.

¿Pero será que también son una oportunidad para los prestatarios? ¿La mejoría que estos préstamos impulsan en las organizaciones es real? ¿O es una trayectoria que ya existe independiente de estos préstamos, como lo afirman Torsteinsen & Englund<sup>10</sup>? ¿Y las ventajas al nivel de las tasas de interés que los bancos permiten, son realmente impulsoras de cambio hacia la sostenibilidad? Como hemos referido anteriormente, bastante depende de la ambición y transparencia de los KPIs y SPTs planteados por los prestatarios. Creemos que en el caso de que las instituciones financieras sean exigentes con los criterios de los SLL, estos pueden ser impulsores de cambios relevantes para la sostenibili-

dad. Aquí también es importante la componente de *reviewing* y *reporting* de los SLL, planteadas por los Principios de los SLL. Los *Second Party Opinion* (SPO) y las verificaciones externas son de una importancia fundamental para que la ambición y la transparencia de estos instrumentos sea máxima.

La estabilización que se asiste en la emisión de este tipo de instrumentos financieros debe ser motivo de reflexión por parte de las instituciones financieras y de todas las partes interesadas en los temas de finanzas sostenibles y de la propia sostenibilidad. Esta estabilización puede deberse a varios factores, entre ellos el aumento de las tasas de interés, que ha afectado la emisión de nuevos servicios, incluyendo los SLL<sup>11</sup>. Además, la percepción de riesgos asociados a la reputación y la complejidad de cumplir con los objetivos de sostenibilidad puede haber frenado el crecimiento explosivo de los SLL.<sup>12</sup>

Los SLL representan una herramienta poderosa para promover la sostenibilidad en el sector financiero. Sin embargo, es crucial equilibrar las oportunidades y los riesgos asociados con estos instrumentos para garantizar su efectividad a largo plazo. La transparencia, el compromiso y la capacidad de cumplir con los objetivos de sostenibilidad serán determinantes para el éxito continuo de los SLL en el futuro.

6 Auzepy, A., Bannier, C. E., & Martin, F. (2023). Are sustainability-linked loans designed to effectively incentivize corporate sustainability? A framework for review. *Financial Management*, 52(4), 643-675. <https://doi.org/10.1111/fima.12437>

7 Torsteinsen, E., & Englund, S. (2022). Do Borrowers Benefit from Sustainability-Linked Loans? Norwegian School of Economics.

8 Liu, S., Jin, J., & Nainar, K. (2023). Does ESG performance reduce banks' nonperforming loans? *Finance Research Letters*, 55, 103859. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103859>

9 Huang, K.-J., Bui, D. G., Hsu, Y.-T., & Lin, C.-Y. (2024). The ESG washing in banks: Evidence from the syndicated loan market. *Journal of International Money and Finance*, 142, 103043. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103043>

10 Torsteinsen, E., & Englund, S. (2022). Do Borrowers Benefit from Sustainability-Linked Loans? Norwegian School of Economics.

11 <https://guiafincom.com/los-prestamos-sostenibles-llaman-la-puerta-la-financiacion-sostenible/>

12 <https://es.napglobalnetwork.org/innovative-financing/sustainability-linked-loans/>