

Aspectos legales de las ISR en las entidades de capital riesgo

Àlex Plana Paluzie

Nota Técnica

Número 49
Octubre 2020
B 21662-2012

1. Introducción a las ECR y las ISR

Este artículo se centra en el estudio sobre la situación actual y desarrollo de las entidades de capital riesgo (en lo sucesivo ECR) sostenibles, entendidas como las ECR que realizan inversiones socialmente responsables (en lo sucesivo ISR) siguiendo criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (en lo sucesivo criterios ASG). A los efectos de este artículo, no se entienden por ECR sostenibles aquellas que solo abarcan uno de los tres tipos de criterios ASG mencionados¹.

Las ECR son un vehículo de inversión alternativo (en lo sucesivo FIA) regulado por la Directiva AIFMD². Esta Directiva fue la primera norma dirigida a armonizar la inversión en capital riesgo con el foco en los inversores profesionales. Hasta entonces la Directiva UCITS³ regulaba la inversión colectiva tanto para profesionales como minoristas. Hay que tener en cuenta que la Directiva AIFMD regula básicamente las gestoras de los FIA (denominadas GFIA), siendo muy limitadas las normas dirigidas propiamente a los FIA, referidas a su definición y comercialización.

Con el fin de focalizar el análisis en un tipo de FIA concreto (el más relevante en España), no se analizan otras formas como las entidades de inversión colectiva de carácter cerrado (en lo sucesivo EICC), los fondos de capital riesgo europeos⁴ y los fondos de emprendimiento social europeo⁵, ni tampoco las entidades de inversión colectiva de carácter abierto (como las instituciones de inversión colectiva IIC⁶)⁷.

Conforme a la normativa española y, particularmente, la Ley 22/2014⁸, las ECR pueden ser autogestionadas o gestionarse a través de dos tipos distintos de gestora. Por un lado, las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (en lo sucesivo SGEIC) y, por otro lado, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (en lo sucesivo SGIIC).

La estructura habitual de las ECR, que pueden constituirse en forma de sociedad (SCR) o de fondo (FCR), se compone de dos partes. Una primera, por una sociedad gestora conocida en el mercado de forma genérica como General Partner (en lo sucesivo GP), que se encarga de representar y gestionar el fondo (esto es, las SGEIC y SGIIC) y, en segundo lugar, los inversores conocidos en el mercado de forma genérica como Limited Partner (en lo sucesivo LP), que aportan dinero confiando en la gestión del GP para obtener un retorno

financiero. Las ECR con forma de sociedad pueden autogestionarse, provocando que la distinción entre GP (o gestores) y LP (o inversores) sea menor, al confluir la gestora e inversores en una misma entidad.

Es importante tener en cuenta que las características comunes del capital riesgo y, particularmente de las ECR, son las siguientes:

- Entidad de inversión colectiva.
- La desinversión de los socios o partícipes se produce de forma simultánea para todos los inversores y en función de los derechos que corresponden a cada uno de ellos.
- Su objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no inmobiliarias ni financieras, que no coticen en el momento de la toma de inversión.
- Poseen una gestora externa, aunque puede ser interna manteniendo autonomía funcional, sujeta a una política de inversión aprobada.
- Los inversores no participan de la gestión.

Estas características son importantes a la hora de analizar el diseño e implementación de las ISR en las ECR, en tanto condicionan su aplicación a este tipo de entidades. La principal característica que condiciona la implementación de las ISR y los criterios ASG en las ECR es la existencia del GP, que requiere de libertad para decidir las inversiones, aunque siguiendo siempre la política de inversión aprobada. Por este motivo, al integrar las ISR en ECR las normas a seguir en el momento de la inversión por parte de los LP deben ser claras, permitiendo al gestor actuar con autonomía y rapidez.

Las ISR son una forma de inversión que integra tanto criterios financieros como criterios ASG en la toma de decisiones referidas al procedimiento de inversión, con el objetivo de provocar un impacto positivo en materia de desarrollo sostenible⁹. Este procedimiento de inversión y su adaptación a criterios ASG puede dividirse en dos momentos, uno primero referido a la selección de la inversión y, un segundo, referido al transcurso de la inversión, que incluye la gestión de la participada.

Las ECR son un tipo de entidad que se ajusta perfectamente a las ISR, al tener un transcurso de la inversión largo (aproximadamente entre tres y siete años). Esto permite que su expectativa de desinversión sea suficientemente larga

¹ Como respuesta a la COVID-19, en 2020 se están realizando multitud de inversiones y emisiones de bonos sociales, con el objetivo de hacer frente a las consecuencias provocadas por este virus. Sin embargo, las ISR no solo deben cubrir los criterios sociales, también los ambientales y de gobierno corporativo

² Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos.

³ Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

⁴ Regulados por el Reglamento (UE) 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos.

⁵ Regulados por el Reglamento (UE) 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos.

⁶ Reguladas por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

⁷ Tampoco se estima necesaria mención expresa a las ECR-Pyme, por presentar únicamente matices operativos respecto de las ECR analizadas en este artículo.

⁸ Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva (en lo sucesivo Ley 22/2014).

⁹ Conforme al informe Our Common Future, de la Comisión Mundial para el Medio Ambiente y el Desarrollo de la ONU, liderado por Gro Harlem Brundtland en 1987 (Informe Brundtland), entendemos por desarrollo sostenible el «desarrollo que satisface las necesidades de la generación presente sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras para satisfacer sus propias necesidades.»

como para transformar la compañía invertida e implementar criterios ASG, que no pueden llevarse a cabo en plazos de inversión cortos. Además, estos plazos de desinversión son suficientemente largos para que la ECR busque reducir riesgos operacionales, reducir el riesgo por cambio normativo, mejorar la estabilidad y la sostenibilidad de la compañía en línea con los retornos financieros de mercado.

2. Marco legal de las ECR en materia de la ISR

Las ECR carecen de un régimen jurídico aplicable en materia de ISR, así como de obligaciones legales específicas que requieran de la aplicación de criterios ASG, aunque sí tienen deberes de transparencia e información tal y como veremos. A pesar de ello, existen multitud de normas, tanto en la Unión Europea¹⁰ como en España¹¹, que en cierto modo se relacionan con las ISR. Además, ciertos inversores sí tienen obligaciones legales o autoimpuestas referidas a criterios ASG, afectando indirectamente a las ECR que recaban fondos de los primeros¹².

Marco legal de la Unión Europea

En la Unión Europea destaca el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (en lo sucesivo Reglamento 2019/2088)¹³. Este Reglamento empezará a aplicarse el 10 de marzo de 2021 y, si bien no incluye obligaciones de implementación de criterios ASG, sí contempla la obligación de informar en esta materia. En particular, el art. 3 obliga a publicar en la web de la ECR información sobre su política de integración de los riesgos de sostenibilidad en su proceso de toma de decisiones de inversión. Adicionalmente, el art. 6 obliga a incluir información precontractual referida a la forma en que se integran los riesgos de sostenibilidad en las decisiones de inversión, así como los resultados de la evaluación de las posibles repercusiones de los riesgos de sostenibilidad en la rentabilidad de los productos ofrecidos.

Otro instrumento europeo de gran importancia para las ISR es el Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles (en lo sucesivo Reglamento 2020/852). Este Reglamento define los

criterios que deberán cumplirse para que en la Unión Europea una actividad económica (y, con ello, la inversión en dicha actividad) pueda ser considerada sostenible desde un punto de vista ambiental. Además, incluye unos criterios sociales mínimos a cumplir junto a los ambientales. Gracias a que en la Unión Europea existen normas comunitarias e internas imperativas tanto en materia social como de gobierno corporativo, una inversión que cumpla el Reglamento 2020/852 puede ser considerada como sostenible y conforme con los criterios ASG. El Reglamento 2020/852 se completa con un conjunto de medidas de carácter técnico que se están desarrollando, denominadas Taxonomía sostenible de la Unión Europea (en lo sucesivo Taxonomía UE)¹⁴.

El Reglamento identifica seis objetivos para la sostenibilidad ambiental, que se desarrollarán a nivel técnico por la Taxonomía UE, estos son: (i) mitigación del cambio climático, (ii) adaptación al cambio climático, (iii) uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos, (iv) transición a una economía circular, prevención y reciclaje de residuos, (v) prevención y control de la contaminación y (vi) protección de los ecosistemas sanos.

Para que una inversión se considere sostenible desde el punto de vista ambiental, hay que cumplir con los siguientes criterios:

- a) que la actividad contribuya sustancialmente a uno o varios de los objetivos ambientales;
- b) que la actividad no cause ningún perjuicio significativo¹⁵ a alguno de los objetivos ambientales (*do no significant harm* DNSH);
- c) que la actividad se realice de conformidad con las garantías mínimas, siguiendo acuerdos internacionales (en particular, los de la Organización Internacional del Trabajo); y
- d) que la actividad se ajuste a criterios técnicos de selección, de conformidad con la taxonomía y los actos delegados de desarrollo de cada uno de los objetivos ambientales.

Otra norma a destacar, por su afectación a un tipo de LP de ECR, es la Directiva (UE) 2016/2341 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2016, relativa a las actividades y la supervisión de los fondos de pensiones de empleo (en lo sucesivo Directiva 2016/2341). Esta Directiva

¹⁰ Por ejemplo, la Directiva (UE) 2019/904, de 5 de junio de 2019, relativa a la reducción del impacto de determinados productos de plástico en el medio ambiente, o el Reglamento (UE) 2018/1999, de 11 de diciembre de 2018, sobre la gobernanza de la Unión de la Energía y de la Acción por el Clima, entre otros.

¹¹ Por ejemplo, el Real Decreto-ley 6/2019, de 1 de marzo, de medidas urgentes para garantía de la igualdad de trato y de oportunidades entre mujeres y hombres en el empleo y la ocupación, o la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de economía, entre otros.

¹² Este condicionamiento se produce a través de documentos como el LPA y las side letter (en el apartado 4 de este artículo se comentan ambos documentos).

¹³ El art. 2 del Reglamento 2019/2088 define las inversiones sostenibles como: «inversiones en una actividad económica que contribuyan a un objetivo medioambiental, medido, por ejemplo a través de indicadores clave de eficiencia de recursos relativos al uso de la energía, de la energía renovable, consumo de materias primas, agua y suelo, producción de residuos y emisiones de gases de efecto invernadero e impacto sobre la

biodiversidad y la economía circular o las inversiones en una actividad económica que contribuyan a un objetivo social y, en particular, toda inversión que contribuya a luchar contra la desigualdad, toda inversión que refuerce la cohesión social, la integración social y las relaciones laborales, o toda inversión en capital humano o en comunidades económica o socialmente desfavorecidas; siempre y cuando las inversiones no perjudiquen significativamente a ninguno de dichos objetivos y las empresas beneficiarias sigan prácticas de buena gobernanza, en particular en lo que respecta a que sus estructuras de gestión, relaciones con los asalariados y remuneración del personal pertinente sean sanas y cumplan las obligaciones tributarias».

¹⁴ La Taxonomía está formada por el informe técnico de taxonomía de la UE, anexo técnico de taxonomía de la UE y herramienta Excel del de la taxonomía de la UE.

¹⁵ El perjuicio significativo se define en el propio Reglamento 2020/852 para cada uno de los seis objetivos ambientales y su desarrollo técnico se realizará mediante la Taxonomía de la UE.

incluye, además de los considerandos 57 y 58¹⁶, las obligaciones para los fondos de pensiones de empleo (en lo sucesivo FPE) referidas expresamente a criterios ASG y, en particular, el art. 19.1 b) permite considerar criterios ASG en las normas de inversión de los FPE y el art. 21.1 obliga a que el sistema de gobernanza de los FPE tenga en cuenta los criterios ASG. Además, el art. 25.2 g) obliga a estas entidades a tener en consideración los criterios ASG en la gestión de riesgos, el art. 30 obliga a incluir estos criterios como parte de los principios de la política de inversión y el art. 41 contempla el deber de informar sobre criterios ASG antes de su contratación.

Marco legal en España

En lo que concierne al ordenamiento jurídico español, la presencia de las ISR es menor que en la normativa de la Unión Europea, donde hemos visto algunas normas pioneras a nivel global en materia de sostenibilidad, especialmente en relación con el Reglamento 2019/2088, el Reglamento 2020/852 y la Taxonomía UE.

En España destaca la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, que introdujo por primera vez en el ordenamiento interno, un marco claramente enfocado en la implementación del desarrollo sostenible en este territorio, así como su definición siguiendo la del Informe Brundtland. En la actualidad se está tramitando la Ley de Cambio Climático y Transición Energética, con el objetivo de dar un nuevo impulso al desarrollo sostenible¹⁷.

En relación con la incorporación de la sostenibilidad como parte explícita del ordenamiento jurídico español, también destaca la actualización del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, aprobado en junio de 2020, que incluye menciones a los criterios ASG en recomendaciones como la número 53, 54 y 55, si bien, esto afecta a LP como pueden ser entidades financieras cotizadas, no a las ECR directamente.

En el ordenamiento jurídico español, la primera obligación dirigida expresamente a la transparencia sobre criterios ASG fue con el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones¹⁸. En este texto se contemplan obligaciones de información sobre criterios ASG

para los fondos de pensiones y, en consecuencia, indirectamente se condiciona su aplicación a las ECR, debido a que este tipo de fondos son uno de los principales LP que invierten en ECR. A pesar de ello, no será hasta la entrada en vigor completa del Reglamento 2019/2088, que las ECR estarán irremediamente obligadas a reportar esta información.

En cuanto al deber de informar sobre aspectos no financieros, también cabe destacar la Ley 11/2018 sobre información no financiera¹⁹, que transpone la Directiva 2014/95/UE²⁰.

En materia de gobierno corporativo, existe la normativa ordinaria aplicable a las ECR, esto es, la Ley 22/2014 por la que se regulan las entidades de capital riesgo, pero también el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en lo sucesivo LSC), en tanto dicha ley complementa las normas de las SCR, SGEIC y SGIIC en aquello no regulado por la Ley 22/2014.

Aspectos comunes en la regulación de la Unión Europea y España

Tanto en España como en la Unión Europea carecemos de una normativa que imponga obligaciones activas de integración para las ECR en materia de ISR, pero con el Reglamento de ISR se consigue crear un marco que regula los criterios a cumplir para que una inversión se califique de verde o sostenible. Además, las ECR alineadas con esta normativa podrán contener referencias en su documentación constitutiva e interna que las identifiquen como ECR verdes o sostenibles. Este control deberá realizarse analizando los criterios de sostenibilidad de cada inversión de la entidad y ponderar su peso en el conjunto del *portfolio*.

Actualmente no existe un marco legislativo que imponga a las ECR realizar ISR, pero sí se están aprobando y se empezará a obligar a las ECR a informar sobre la aplicación de criterios ASG. Por ahora las normas imperativas en materia de desarrollo sostenible se hallan en sede de las participadas y, concretamente, en la regulación de las actividades empresariales.

¹⁶ El considerando 58 dice: «Los factores ambientales, sociales y de gobernanza a que se refieren los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas son importantes para la política de inversiones y los sistemas de gestión del riesgo de los FPE. Los Estados miembros deben exigir a los FPE que indiquen explícitamente si esos factores se toman en consideración en las decisiones sobre inversión y la manera en que forman parte de su sistema de gestión del riesgo. En la información facilitada por el plan en virtud de la presente Directiva por un FPE se debe incluir la relevancia y el nivel de importancia de los factores ambientales, sociales y de gobernanza para las inversiones de un plan y la manera en que se toman en consideración. Esto no impide a un FPE cumplir el requisito en cuestión declarando en el marco de dicha información que los factores ambientales, sociales y de gobernanza no se toman en consideración en su política de inversiones, o que los costes de un sistema de seguimiento de la relevancia y el nivel de importancia de dichos factores y cómo se tienen en cuenta son desproporcionados con respecto al tamaño, a la naturaleza, la escala y la complejidad de sus actividades.»

¹⁷ El peso de la normativa sobre desarrollo sostenible sigue estando en la regulación de las actividades, no en los operadores, como las ECR, que gestionan los flujos monetarios e inversiones.

¹⁸ La Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social añadió el siguiente artículo 14.7: «La comisión de control del

fondo de pensiones, con la participación de la entidad gestora, elaborará por escrito una declaración comprensiva de los principios de su política de inversión. A dicha declaración se le dará suficiente publicidad. En esta declaración, en el caso de fondos de pensiones de empleo, se deberá mencionar si se tienen en consideración, en las decisiones de inversión, los riesgos extrafinancieros (éticos, sociales, medioambientales y de buen gobierno) que afectan a los diferentes activos que integran el fondo de pensiones. De la misma manera, la comisión de control del fondo de pensiones de empleo, o en su caso la entidad gestora, deberá dejar constancia en el informe de gestión anual del fondo de pensiones de empleo de la política ejercida en relación con los criterios de inversión socialmente responsable anteriormente mencionados, así como del procedimiento seguido para su implantación, gestión y seguimiento.»

¹⁹ Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

²⁰ Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.

En definitiva, la insuficiencia regulatoria en materia de sostenibilidad respecto de las ECR, se compensa parcialmente con las prácticas voluntarias asumidas por estas entidades, pero estas actuaciones voluntarias siguen siendo demasiado limitadas²¹, de modo que el legislador debe tomar medidas para incentivar su expansión. Más adelante se identifican y comentan los distintos documentos y procedimientos a seguir por las ECR sostenibles.

3. Los criterios ASG como parte del deber fiduciario de las gestoras

El reconocimiento de la obligación de considerar criterios ASG en la toma de decisiones de inversión como parte del deber fiduciario de los GP es una cuestión que se halla abierta, pero la postura favorable cada vez tiene mayor apoyo. Antes de entrar en el fondo, debemos recordar que el deber fiduciario (consistente en la relación de agencia) conlleva la obligación de gestión de negocios ajenos en el mayor interés de los beneficiarios. Entre los deberes específicos que conforman el deber de fiducia se hallan el deber de diligencia (art. 225 LSC) y el deber de lealtad (art. 227 LSC), sin perjuicio de otras normas, como el art. 255 II del Código de Comercio y el art. 1.258 del Código Civil. Además, el deber fiduciario no es un concepto rígido sino flexible, que evoluciona con el tiempo y, en este sentido y como se explica a continuación, en los próximos años se irá nutriendo de prácticas relacionadas con las ISR y los criterios ASG.

La capacidad del deber fiduciario para condicionar la gestión de la ECR en relación con los criterios ASG tiene una limitación temporal equivalente a la duración del fondo, cuando las normas de funcionamiento de la ECR no incluyen expresamente estos criterios. Por este motivo, los riesgos ASG no materializables durante el período de inversión (período en el que transcurre la relación de agencia), no forman parte del deber fiduciario. Para que formen parte de este deber, la normativa aplicable debería obligar al gestor a tomar en cuenta riesgos ASG en todo caso, con independencia de cuándo pueden materializarse los riesgos, o bien, la normativa interna de la ECR debería contemplar estas obligaciones referidas a criterios ASG. Debido a que muchos de los objetivos de desarrollo sostenible requieren de objetivos intergeneracionales fuera del alcance temporal de una ECR, su capacidad para lograr un desarrollo sostenible completo resulta insuficiente²².

Como consecuencia de este alcance temporal limitado del deber fiduciario, es primordial que los distintos ordenamientos jurídicos incluyan mayores obligaciones en materia de sostenibilidad²³. Estas normas deben tratar multitud de obligaciones y, la primera de ellas es el deber de transparencia

e información, tal y como efectivamente ha ocurrido. Sin embargo, otras materias son la obligatoriedad de contar con políticas activas en criterios ASG y de creación de órganos encargados de los aspectos referidos a su diseño e implementación. De este modo, se crearía el marco necesario para que los profesionales de la industria pudiesen tomar decisiones siguiendo criterios ASG, sin el temor a conflictos o reclamaciones por considerar criterios de interés general, junto al interés del beneficiario concreto de la relación de agencia.

Debido tanto a la discrecionalidad de los GP a la hora de gestionar los fondos de las ECR, como a la evolución de la normativa a favor de la implementación de criterios ASG, la concreción de estos criterios es cada día más recomendable para la seguridad jurídica de las ECR y sus gestores. A ello se suma que la industria del capital riesgo cada vez se fija objetivos más allá del simple cumplimiento normativo, provocando que la buena praxis profesional evolucione en favor de las ISR. En consecuencia, mientras que las ECR con criterios ASG claramente definidos dan seguridad jurídica a los GP, las ECR que no hacen mención a criterios ASG que crean una situación de inseguridad jurídica para sus gestores. Ello se debe a que tanto la presión legal como la presión de la industria requieren del uso de criterios ASG, pero si la documentación de la ECR no hace mención alguna a estos criterios, el gestor queda en una situación de desconocimiento sobre el grado de implicación que debe aplicar. Esta situación entendemos que durará hasta que se complete el desarrollo legal y reglamentario necesario.

Por todo ello, las ECR deben incorporar en mayor o menor medida criterios ASG en su documentación, evitando el silencio sobre estas cuestiones, en tanto provocan inseguridad en la gestión y en la delimitación de las responsabilidades de sus gestores.

4. Prácticas actuales en ISR por parte de las ECR

En la actualidad, el principal elemento que vincula la relación entre las ECR y sus inversores en cuanto a criterios ASG, es la confianza y el histórico de operaciones de la ECR, sin formalizar relaciones vinculantes para que se realicen ISR. Sin embargo, a medida que se vaya desarrollando la normativa sobre ISR, especialmente en relación con los criterios ambientales, las ECR perderán la posibilidad de comercializarse con etiquetas como verde o sostenible si no se comprometen en la medida necesaria. Debido a que las prácticas actuales no conjugan con los criterios mínimos fijados en la nueva normativa, entre 2021 y 2022 muchas ECR deberán ajustar su organización para comercializarse como sostenibles

²¹ Al respecto se puede ver el artículo de Juan Bataller Grau e Irene Córdoba-Mochales, Capital riesgo y la responsabilidad de la empresa, en Revista Española de Capital Riesgo, nº 1/2020.

²² La relación de agencia no resuelve ni integra soluciones intergeneracionales que van más allá de la relación contractual que la configura.

²³ Cabe destacar que la Recomendación 12 del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de la CNMV menciona el interés de los grupos de interés y el medio ambiente como parte de los intereses que debe valorar el consejo de administración.

o verdes. Además, la presión de los LP será una palanca de cambio primordial en la industria del capital riesgo²⁴.

Dependiendo de cada ECR, podemos encontrar la regulación de los criterios ASG en la documentación constitutiva e interna de la entidad y en acuerdos con terceros (como los acuerdos bilaterales entre GP y LP). A continuación, repasamos los distintos documentos que pueden incluir elementos de las ISR. Algunos de estos documentos los utilizan todas las ECR²⁵ y otros, solo las ECR sostenibles²⁶. Los primeros son los genéricos y los segundos los específicos ASG. Las ECR que desean aplicar criterios ASG no necesitan poseer todos los documentos que se mencionan y, en la práctica, por ahora solo se opta por usar algunos de ellos, pero es recomendable que en un futuro próximo sí sea así.

Documentos genéricos

A continuación destacamos los principales documentos internos y externos de las ECR de tipo genérico, es decir, aquellos que toda ECR debe poseer. En el caso de las ECR sostenibles (según el término utilizado en este artículo), estos documentos deben incluir menciones sobre criterios ASG.

Estatutos sociales y reglamento: en el caso de las ECR en forma de sociedad, SCR, SGEIC y SGIIC, se pueden incluir ciertas menciones en los estatutos sociales referidas al desarrollo sostenible y los criterios ASG, especialmente en los apartados sobre el objeto social, los órganos de gobierno y los derechos de información. Dado que los estatutos son el documento base sobre el que parte la reglamentación interna de la entidad, es recomendable añadir algunas menciones al respecto, si bien, estas menciones requieren de desarrollo en el resto de los documentos mencionados a continuación. Por su parte, los FCR pueden incluir menciones en su reglamento, equivalente a los estatutos.

En los estatutos o reglamento tiene especial relevancia la política de inversión, donde además de explicar los criterios financieros tradicionales que seguirá la ECR en sus inversiones y el tipo de compañías en las que participará, debe desarrollar también los criterios ASG y las estrategias ISR²⁷ que utilizará.

Memorando de colocación privada o *Private Placement Memorandum* (en lo sucesivo PPM): el PPM es uno de los documentos principales en la presentación y comercialización de la ECR. Este documento incluye una explicación completa sobre la ECR, su forma de constitución, organización, gestión, objetivos y proyecciones y, en caso de buscar la integración de

criterios ASG, una descripción detallada al respecto. El alcance de la información sobre los criterios ASG puede ser menor o mayor, pero en cuanto más detalle, mejor para la consecución de ECR sostenibles.

Al tratarse de un documento privado, el PPM puede tener la extensión que se considere oportuna, sin limitación alguna. Este hecho permite que la ECR entre en todo tipo de detalles sobre criterios ASG, sin perjuicio del desarrollo que se incluya en el resto de documentos referidos al funcionamiento interno de la entidad.

Acuerdo de inversión o *Limited Partnership Agreement* (en lo sucesivo LPA): El LPA es el acuerdo principal en virtud del cual la ECR acuerda los términos en los que los inversores invierten en esta. Se trata de un documento único que debe mantener una uniformidad para que la ECR pueda organizarse y gestionar su relación con los distintos inversores de forma unificada y ordenada. Por ello, las particularidades que requieran ciertos inversores con la ECR, deben ser tratadas en otros documentos, como son los acuerdos bilaterales comentados a continuación.

Acuerdos bilaterales entre GP y LP: los gestores y los inversores pueden suscribir acuerdos bilaterales (comúnmente denominados *side letters*) para incluir ciertas particularidades de la inversión del LP. Estos documentos pueden comportar ciertas desviaciones respecto del LPA, pero no pueden provocar contradicciones. Más adelante comentamos cómo gestionar la convivencia de las *side letters* y el LPA.

Documentos específicos ASG

A continuación destacamos los principales documentos internos y externos de las ECR de tipo específico sobre criterios ASG, es decir, aquellos que solo las ECR sostenibles poseen. Estos documentos se elaboran expresamente con el fin de regular los criterios ASG y las estrategias en ISR que seguirá la ECR.

Política ASG o política de sostenibilidad: las ECR pueden aprobar un documento interno que identifique los criterios ASG de la entidad, sus objetivos y cómo abordarlos. Para destacar el contenido que debería contemplar la política de sostenibilidad o ASG, vale la pena referirnos a la recomendación de la BSR²⁸, que lo divide en los siguientes apartados:

²⁴ Los principales operadores en esta presión para la implementación de las ISR son los públicos, como el Banco Europeo de Inversiones (BEI), el Instituto de Crédito Oficial (ICO) o el Institut Català de Finances (ICF), en la Unión Europea, España y Cataluña respectivamente.

²⁵ Se trata de documentos como: los estatutos, la política de inversión, el memorando de colocación privada y el acuerdo de inversión y los acuerdos bilaterales o *side letters*.

²⁶ Se trata de documentos como: la política de sostenibilidad, el código de conducta ASG y el informe anual de sostenibilidad.

²⁷ Sin perjuicio de otras formas de clasificación, la tipología de estrategias ISR es la siguiente: exclusión por categoría u objeto, exclusión por cumplimiento con criterios ASG

o sujeto, selección *best-in-class*, selección por cuestiones de mejora en sostenibilidad (fondos temáticos), por integración de criterios ASG en los criterios financieros, inversiones de impacto interno concreto, de transformación interna, y de impacto con retorno financiero de mercado.

²⁸ La BSR o Business for Social Responsibility, es una organización no gubernamental que trabaja para el desarrollo sostenible y la cual aprobó el documento *How to Write a Responsible Investment Policy*, donde se presenta el contenido que debería incluir una política de sostenibilidad, entre muchos otros documentos de interés en esta materia.

Objetivos y prioridades	Compromiso expreso en ISR e incorporación de criterios ASG en el análisis de inversión, definición concreta de los objetivos buscados ²⁹ .
Alcance	Definición del tipo de inversiones y activos cubiertos por esta política, así como su aplicación temporal y si las inversiones anteriores a su aprobación quedan sujetas a la política o no.
Gobierno	Definición de quién asume la responsabilidad de la política ASG o de sostenibilidad, así como su implementación, identificando el Comité ASG o de Sostenibilidad ³⁰ y/o el Delegado de ASG, así como sus funciones.
Implementación	Explicación sobre cómo se implementarán los compromisos antes y después de las inversiones.
Monitoreo	Descripción de los planes de supervisión de las prácticas en criterios ASG y la implementación de la política ASG o de sostenibilidad, así como la frecuencia y formato de la comunicación de la información a inversores y grupos de interés (<i>stakeholders</i>).
Revisiones	Descripción del compromiso de actualización y revisión de la política ASG o de sostenibilidad.
Colaboraciones	Identificación de los compromisos de la entidad en iniciativas o foros relacionados con las ISR.

Código de conducta ASG: el código de conducta ASG es un documento interno de la ECR que, tomando como partida y referencia la política ASG, desarrolla normas y principios de los empleados, proveedores y colaboradores en sus actividades para la ECR. Este documento puede regular los procedimientos a seguir por parte de estas personas (físicas o jurídicas), así como imponer normas de tipo ético, a modo parecido a un código ético convencional, pero con el foco en criterios ASG. Las ECR pueden optar por integrar este contenido en el código de conducta general.

Informe anual de sostenibilidad: este informe sirve para analizar la implementación de los criterios ASG durante el último ejercicio de la ECR, en especial, repasando la evolución de las distintas participadas. Una vez aprobada la taxonomía UE, el alineamiento de las actividades de las participadas con dicha taxonomía será un trabajo clave en muchas ECR.

Documentos específicos internos de trabajo: de forma complementaria a los documentos mencionados, hay otros referidos al desarrollo interno de los mismos, entre los cuales se halla el plan de implementación de los criterios ASG en cada una de las participadas en las que la ECR invierte, así como al cuestionario de due diligence ASG. Este tipo de documentos son necesarios para la ejecución real de las medidas aprobadas por la ECR y la consecución de sus objetivos ambientales, sociales y de gobierno corporativo.

Guías y principios: otros documentos que incluyen criterios ASG son las guías, estándares y principios a seguir por las ECR, mediante su adhesión a estos.

La adhesión a principios, estándares y códigos por parte de la ECR genera obligaciones a dichas entidades, e incluso puede derivar en reclamaciones de inversores y participadas que hayan considerado su adhesión en el momento de formalizar su relación contractual con la ECR. El uso de estas adhesiones sin cumplir con su contenido puede derivar en reclamaciones de daños y perjuicios e incluso en vicios en el consentimiento, tanto por parte de empresas participadas como por parte de inversores en la ECR. A pesar de ello, hay que tener en cuenta que el contenido de los principios y guías suele estar formado por recomendaciones, de modo que el incumplimiento de la ECR debería ser generalizado para que pueda dar lugar a reclamaciones efectivas. En este sentido, algunos principios o guías, como los de la organización *Principles for Responsible Investment* (en lo sucesivo PRI), incluyen la obligación de emitir un informe anual, para controlar que las entidades adheridas realicen un mínimo seguimiento de las recomendaciones.

La adhesión a guías, estándares y principios es la medida más extendida hasta la fecha por parte de las ECR y, si bien, es una práctica muy recomendable, las ECR deberán tomar mayores medidas en los próximos años³¹.

Convivencia del LPA y las *side letters*

Debido a que el LPA y las *side letters* se refieren al mismo tipo de contenido y, por lo tanto, a menudo las ECR deben decidir en regular su contenido en uno u otro documento, vale la pena destacar los beneficios de cada una de estas alternativas. En esta cuestión podemos referirnos a la PRI, que identifica los remarcados a continuación.

En cuanto al uso del LPA, los principales beneficios son: (i) revelación y transparencia total ante los inversores en su conjunto, (ii) remisión de la información sobre criterios ASG a todos los inversores en la misma forma, (iii) puede ayudar a la consecución de consensos en la ECR, (iv) reduce la aparición de acuerdos bilaterales (*side letters*) y (v) permite extender las ISR a inversores (LP) que en otro modo no participarían ni tienen interés en este tipo de inversiones, pero que al querer participar en la ECR quedan vinculadas a este tipo de prácticas a favor del desarrollo sostenible.

Además de estos beneficios destacados por la PRI, si en lugar de incluir provisiones solicitadas por inversores que

²⁹También se recomienda mencionar las normas, principios y guías que afecten o hayan influenciado la política de sostenibilidad.

³⁰El comité de sostenibilidad o comité ASG debería estar formado por distintos perfiles, incluido algún socio sénior, empleado de análisis de inversiones (procedente del comité de inversiones), empleado de análisis de riesgos y algún experto en ASG, ya sea interno o externo a la ECR. Es recomendable que el presidente del comité ASG sea además el responsable de sostenibilidad de la ECR, que puede ser un experto en la materia y socio de la ECR.

³¹ Actualmente destaca la adhesión a los principios PRI, destacados más adelante en este artículo por su foco en la actividad inversora, y a los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas, que incluye los siguientes 17 objetivos de sostenibilidad: fin de la pobreza, hambre cero, salud y bienestar, educación de calidad, igualdad de género, agua limpia y saneamiento, energía asequible y no contaminante, trabajo decente y crecimiento económico, industria, innovación e infraestructura, reducción de las desigualdades, ciudades y comunidades sostenibles, producción y consumo responsables, acción por el clima, vida submarina, vida y ecosistemas terrestres, paz, justicia e instituciones sólidas, y alianzas para lograr los objetivos.

podrían regularse en una *side letter* el GP decide incluirlas en el LPA, (vi) la entidad muestra mayor concienciación con las pretensiones del inversor, al extenderlas en su régimen general. Por ende, su inclusión en LPA (vii) permite a la ECR situarse públicamente en una posición más avanzada en ISR, (viii) promueve el desarrollo sostenible en la industria y (ix) facilita las negociaciones, reduciendo también el uso de la cláusula MFN³², cuya gestión puede ser complicada si hay muchas *side letters*.

En cambio, respecto del uso de *side letters* la PRI identifica los siguientes beneficios: (i) permite incluir requerimientos subjetivos o idiosincrásicos de ciertos inversores (como derechos de *opt-out* o particularidades en materia de información), (ii) dar respuesta ajustada en el caso de coexistencia de inversores de distinta naturaleza y capacidad en materia de desarrollo sostenible, (iii) formalizar acuerdos complejos que no tienen encaje en el LPA y (iv) suscribir determinados acuerdos con inversores que participan en la ECR tras su constitución y desembolso inicial.

Situación actual en España

Actualmente las ECR españolas no integran criterios ASG de forma detallada ni vinculante, optando por realizar menciones poco concluyentes en la política de inversión, así como realizando adhesiones voluntarias a principios, estándares y códigos. De forma generalizada, la industria española de capital riesgo no quiere asumir obligaciones jurídicamente vinculantes en cuanto a criterios ASG, si bien, en términos de comunicación e implementación voluntaria las ECR van mejorando su involucración. A pesar de ello, debido a la importante presencia de inversores públicos (como el ICF, el ICO o el BEI) en las ECR, en la práctica las inversiones que estas entidades suelen tomar en consideración incluyen ciertos criterios ASG.

Las ECR que desean dejar fuera del marco vinculante los criterios ASG (esto es, la gran mayoría), optan por realizar menciones básicas en su documentación y focalizar la mayoría de su contenido en la documentación comercial, especialmente en el PPM. Incluso algunos GP que en el pasado hayan gestionado las inversiones siguiendo criterios ASG, pueden optar simplemente por reflejarlo en el PPM y, de este modo, no ver limitada su capacidad de decisión por criterios de este tipo. Sin embargo, incluso en estas ECR donde se intenta evitar el condicionamiento de las decisiones de inversión por criterios ASG, cada vez es más habitual que ciertos inversores necesarios para levantar el fondo requieran, como mínimo, de *side letters* con criterios ASG.

En España la principal problemática para la aplicación de criterios ASG en ECR es la falta de recursos. Muchas entidades

no tienen suficiente volumen para crear estructuras completas, debiendo integrar algunas funciones que en teoría estarían compuestas por distintos equipos y personas en un único equipo. Ejemplo de ello son las funciones de cumplimiento normativo, auditoría interna y gestión de riesgos, que en multitud de ocasiones las ECR no pueden atribuirles plena autonomía en su organigrama. Si en la práctica, la estructura sobre la que parte la normativa actualmente como óptima ya es reducida por la falta de recursos materiales y, especialmente, personales de las ECR, la falta de recursos para aplicar los criterios ASG se hace aún más complicada de resolver. Ante esta tesitura las ECR se encuentran en la necesidad de formar a su plantilla en desarrollo sostenible y repartir las funciones entre el personal existente, siendo excepcional la constitución de equipos o personal dedicado en exclusiva a los criterios ASG. Esta situación deberá ser tomada en cuenta a la hora de desarrollar la normativa relacionada con la sostenibilidad y los criterios ASG de las ECR. Además, la delegación de estas funciones tendrá un peso importante, particularmente a favor de empresas de asesoramiento financiero (EAF) especializadas en desarrollo sostenible.

5. Recomendaciones para la integración de criterios ASG en las ECR

Para destacar algunas de las principales recomendaciones sobre integración de criterios ASG en las ECR, podemos referirnos a la PRI. La PRI es una organización privada con el apoyo de las Naciones Unidas, de cuyo trabajo han surgido multitud de documentos de gran utilidad para el capital riesgo en general. Entre estos documentos los de principal interés son: el *Integrating ESG in Private Equity. A Guide for General Partners*, para las gestoras de ECR (en lo sucesivo Guía ISR para GPs), el *Technical Guide for Limited Partners: Responsible Investment in Private Equity*, para los inversores en ECR (en lo sucesivo Guía ISR para LPs) y el *Incorporating Responsible Investment Requirements into Private Equity Fund Terms*, para la preparación de la documentación de los GP y LP conforme a los criterios ASG.

Además, la PRI tiene seis principios a los que se pueden adherir las ECR y sobre los que se sustentan sus iniciativas y documentos. La adhesión a estos principios es habitual por parte del capital riesgo gracias a su enfoque especializado en inversiones. Otros principios distintos a estos de la PRI se refieren a las actividades empresariales en general, sin adecuarse a las características del capital riesgo. Los principios de la PRI son:

1. Incorporar criterios ASG en los análisis y decisiones de inversión.
2. Ser propietarios activos e incorporar criterios ASG en su política de inversiones y actividades.

³² La cláusula MFN (*Most Favored Nation*) en las ECR permiten a los inversores que lo acuerdan, beneficiarse de todas o determinadas provisiones pactadas individualmente por otros inversores.

3. Publicar información sobre criterios ASG a través de sus participadas.
4. Promover su aceptación e implementación en el mercado.
5. Trabajar conjuntamente para su efectividad e implementación.
6. Publicar las actividades y progresos logrados.

Recomendaciones para los gestores

En relación con la organización general de los gestores, se recomiendan las siguientes prácticas en la Guía ISR para GPs:

- Garantizar el compromiso formal y la dedicación y recursos continuados para los criterios ASG. Designar personas o equipos al cargo de los procedimientos referidos a criterios ASG (comité ASG o de sostenibilidad y/o un socio responsable con un equipo concreto)³³.
- Establecer y comunicar los objetivos ASG.
- Constituir un grupo operativo o contratar terceros para controlar las participadas.
- Colaborar con iniciativas en materia de ISR y con los inversores.
- Realizar *due diligence* que incluyan criterios ASG.
- Utilizar criterios ASG y las conclusiones de la *due diligence* ASG en las decisiones de inversión³⁴.
- Preparar un plan de sostenibilidad (o plan de implementación) entre la ECR y la participada.
- Informar a los inversores sobre los criterios ASG.

Otra materia desarrollada en la Guía ISR para GPs es el proceso de inversión, donde se identifican varias recomendaciones, desde el análisis de la empresa donde invertir, pasando por la formalización de la inversión, hasta la gestión durante la tenencia de la misma:

- En la *due diligence*, incluir los riesgos ASG en el *checklist* y determinar la exclusión para determinados riesgos ASG.
- Tener en cuenta la asignación de recursos para los criterios ASG y realizar cuestiones sobre herramientas de la industria en la *due diligence*.
- En las reuniones del comité de inversiones, utilizar criterios ASG como parte de las prácticas ordinarias y utilizar las revelaciones de la *due diligence* sobre criterios ASG en el memorándum de inversión.
- En el LPA, compartir los criterios ASG con la participada y utilizar modelos de la industria para integrar los criterios ASG.
- Obtener compromisos de la participada para la implementación de criterios ASG en los documentos referidos al acuerdo de inversión y/o en un plan a

corto plazo (a preparar entre la participada y la gestora).

- Preparar una hoja de ruta con un horizonte de entre 3 y 5 años con metas claras.
- Actuar de forma comprometida con la participada y realizar un seguimiento continuado.
- Reportar a los inversores.

Como se puede ver tomando de partida las recomendaciones destacadas, en materia de integración de criterios ASG los gestores deben realizar trabajos enfocados tanto a su propia organización interna, como a su relación con las participadas e inversores. Además, en tanto son los encargados de decidir y ejecutar las inversiones, también deben adaptar estos procesos para que los criterios ASG se incluyan en el proceso de inversión, gestión de la inversión y desinversión.

Recomendaciones para los inversores

En relación con la Guía ISR para LPs se recomiendan varias prácticas para la organización de estos inversores y sus relaciones con los gestores. En tanto los GP tienen discreción para la gestión de las inversiones y desinversiones, los LP deben acordar las prácticas sobre criterios ASG, ya sea en el acuerdo de inversión (LPA), en la *side letter*, o durante el proceso de constitución de la entidad.

Para integrar los criterios ASG en el procedimiento de inversión, los LP deben seguir un procedimiento conformado por cuatro etapas: (i) establecimiento de la política de responsabilidad, incluyendo los criterios ASG que guiarán su actividad, (ii) normas de gobierno internas en relación con los criterios ASG establecidos, (iii) reglas para la implementación de las prácticas alineadas con los criterios ASG en la toma de decisiones y ejecución de las inversiones, y (iv) monitoreo y publicación de información. Es decir, el procedimiento a seguir por los inversores no difiere mucho del que deben seguir los gestores.

La guía contempla cinco actuaciones que invita a los inversores a realizar.

1. Promover el diálogo con los gestores, para que los inversores entiendan los criterios ASG y su enfoque por parte de los GP, creando una relación a largo plazo en materia de ISR.
2. Promover el intercambio de información de inversores que formen parte de organizaciones, aunque se trate de inversores cuyos activos a adquirir sean de distinta clase, para mejorar su conocimiento.

³³ Además de formar a los empleados en los criterios ASG y vincular los objetivos de los criterios ASG a las evaluaciones de los empleados.

³⁴ Las conclusiones de la *due diligence* ASG no solo sirven para la decisión de inversión, sino también para identificar medidas a tratar en los criterios ASG y los planes de implementación.

3. Interactuar con otros operadores del sector, para conocer y entender las prácticas de otros LP y GP, así como de identificar potenciales colaboraciones.
4. Revisar los recursos y herramientas existentes, para identificar herramientas públicas y prácticas que puedan ser adoptadas, así como reunir ideas para nuevas metas.
5. Identificar y construir los procesos para los criterios ASG, para involucrar al personal en materia de inversiones responsables, demostrar que son buenas prácticas y explicar la terminología.

Como se puede ver de las recomendaciones destacadas, para los inversores la integración de criterios ASG se centra en definir los criterios mínimos a cumplir por la gestora y las comunicaciones e información periódica que el gestor elegido debe facilitar.

Recomendaciones comunes a gestores e inversores

Las ECR sostenibles deben procurar que su normativa de funcionamiento sea suficientemente detallada, indicando qué criterios ASG pretende aplicar y cómo pretende realizar ISR. Para ello, no es suficiente con adhesiones a guías y principios, ni la inclusión de menciones sobre criterios ASG en la documentación comercial, como el PPM.

Una ECR sostenible debe contar, al menos, con una política ASG o de sostenibilidad vinculante para el GP, así como integrar criterios ASG en el LPA y, puntualmente en *side letters*. Además, la entidad debe poseer equipos de trabajo dedicados al control de los criterios ASG y, en particular, debería contar con un Comité ASG o de Sostenibilidad y un alto cargo, o socio, nombrado responsable de la sostenibilidad de la ECR. Por norma general, una ECR que desee ser considerada ECR sostenible, debería contar con todos los documentos mencionados en el apartado anterior, esto es, con los documentos genéricos con criterios ASG y los documentos específicos ASG.

Por otro lado, la regulación y organización de los criterios ASG, debe afectar y contemplar cómo se diseñan e implementan las inversiones de la ECR en grado suficiente para calificar sus inversiones como ISR. Para ello, los criterios ASG deben afectar a todo el procedimiento de inversión, desde la *due diligence*, pasando por la adquisición de la compañía, hasta la gestión de la participada (conocido como *holding period*), así como controlar en la medida de lo posible que la desinversión no perjudique las actuaciones logradas en materia de desarrollo sostenible durante el transcurso de la inversión o *holding period*.

Además, tanto los gestores como los inversores deben ser proactivos en materia de cooperación entre operadores sobre criterios ASG, publicación de información y formación.

6. Conclusiones sobre el estado actual en España y aspectos a mejorar

Las ECR no tienen, a la fecha de redacción de este artículo, obligaciones en materia de ISR, pero se están dando los primeros pasos para terminar con esta situación. Actualmente existen ya ECR sostenibles de forma informal, entendidas como aquellas entidades que siguen criterios ASG, por haberlo decidido sus promotores de forma voluntaria, pero sin el marco legal y contractual deseable. Además, en tanto no poseen unos criterios ASG vinculantes en grado suficiente, tampoco podrían calificarse de ECR sostenibles formalmente³⁵. A pesar de ello, se han dado los primeros pasos normativos, referidos a los deberes de información y transparencia sobre criterios ASG. En este sentido, hemos destacado el Reglamento 2019/2088, que se aplicará a partir del 10 de marzo de 2021, pero que no obliga a aprobar ninguna de las medidas comentadas en este artículo sobre ISR (como la política ASG o de sostenibilidad, el código de conducta ASG, o el LPA con criterios ASG y los demás mencionados).

En el ordenamiento jurídico español, deberán aprobarse normas que contemplen los deberes de información en desarrollo sostenible, siguiendo el Reglamento 2019/2088, básicamente a través de la modificación de la Ley 22/2014 y la Ley del Mercado de Valores³⁶. En esta materia, la CNMV podría aprobar modelos y guías para facilitar el cumplimiento de estas obligaciones a las ECR.

Sin embargo, el Reglamento 2020/852 y la taxonomía UE conformarán un marco legal muy propicio para la expansión de las ECR sostenibles, sin obligar a las ECR a integrar criterios ASG. Ante esta situación entendemos que hay dos opciones a seguir; la primera, pasaría por obligar a todas las ECR a aprobar e implementar una política ASG (pudiendo elegir el nivel de desarrollo a partir de un mínimo básico) y, la segunda, aprobar normas que incentiven más la constitución de ECR sostenibles. Estos incentivos consistirían en mejores condiciones fiscales, mejores condiciones en materia de financiación pública y preferencias en la contratación con la Administración pública. Además, la creación de una calificación legal de ECR sostenible ayudaría a visualizar e incentivar las ISR.

En cuanto a la fiscalidad del capital riesgo, debería crearse un trato más favorable para las ECR sostenibles en comparación con las ECR que no tomen en cuenta criterios ASG, siendo la diferencia de trato justificable por la mayor contribución de las primeras al interés público. Sin voluntad de

³⁵ Aunque en la práctica y en la comunicación pública de las ECR españolas, se contemple una importante implicación en relación con los criterios ASG; tal y como se aprecia, por ejemplo, en la guía de inversión responsable para el sector del Private Equity y Venture

Capital en España (ASCRI y PwC, 2020), las asunciones legalmente vinculantes son muy poco relevantes.

³⁶ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

entrar en detalle, actualmente las ECR pueden acogerse a una exención del 99% en el Impuesto sobre Sociedades (art. 50 LIS³⁷), de modo que la tributación de las ECR sostenibles no diferiría mucho de las tradicionales, pero caben mejoras en otros aspectos, como aplicar la exención a todo tipo de rendimientos de las ECR. A pesar de ello, para garantizar una diferencia de carga fiscal en línea con las necesidades de desarrollo sostenible, sería deseable que el legislador redujera la exención del 99 % en el Impuesto sobre Sociedades para las ECR que no implementen criterios ASG, o buscara otra vía que permita una diferencia de carga fiscal relevante entre ECR sostenibles y no sostenibles (siguiendo el concepto expuesto), es decir, dependiendo de si aplican criterios ASG.

En otros tipos de entidades, en cambio, la diferencia sí podría ser muy sustancial. Como, por ejemplo, las EICC que actualmente no pueden acogerse a dicha exención del 99 %³⁸. Por lo tanto, en el caso de las EICC que cumplan con criterios ASG se les podría otorgar una exención del 99 % en el Impuesto sobre Sociedades o un importe similar (se podría delimitar la exención a las EICC alineadas con la taxonomía de la UE en un porcentaje mínimo de su conjunto de participadas).

En los próximos años las ECR deberán adaptarse para asumir los deberes de información sobre criterios ASG, siguiendo modelos propios u otros ya existentes, como los de la Global Reporting Initiative (GRI)³⁹. Además, las ECR que quieran destacar y mejorar su imagen en materia de desarrollo sostenible o comercializarse como ECR sostenibles, deberán ir más allá e integrar los criterios ASG para la realización de ISR. Finalmente, las ECR que no se inicien en ISR en estos momentos, podrán encontrarse en una situación de desventaja a medida que los requisitos legales en esta materia incrementen, tal y como se prevé.

Sobre el autor:

Àlex Plana Paluzie. Abogado sénior en AGM Abogados, experto en derecho mercantil y, en particular, en fusiones y adquisiciones (M&A), corporate finance, venture capital, modificaciones estructurales y mercado de valores.

Agradecimientos:

Agradezco al Observatorio de Divulgación Financiera la publicación de este trabajo, así como a los distintos profesionales que están ayudando al desarrollo e implementación de las inversiones socialmente responsables, en la búsqueda de un desarrollo sostenible que beneficie a las generaciones presentes y futuras

Bibliografía:

- ALBUQUERQUE, Rui A., KOSKINEN, Yrjö y ZHANG, Chendi). Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence, en *Management Science* vol. 65, (2019).
- ALONSO, Andrés. Los emisores soberanos ante la revolución sostenible, en *Observatorio de Divulgación Financiera* nº32, (2020) www.iefweb.org/odf.
- ARGANDOÑA, Antonio y TORRAS, Luis. Principios éticos en el mundo financiero, en *Observatorio de Divulgación Financiera* nº27, (2018) www.iefweb.org/odf.
- Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA), ponentes: M^a Ángeles Fernández Izquierdo y M^a Jesús Muñoz Torres. *Inversión Socialmente Responsable: Estrategias, Instrumentos, Medición y Factores de Impulso* (2009).
- Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) y Fundación PwC. *Guía de inversión responsable para el sector del Private Equity y Venture Capital en España* www.ascr.org (2020).
- AUER, Benjamin y SCHUHMACHER, Frank. Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data, en *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Elsevier, vol. 59 (C). (2016)
- BATALLER GRAU, Juan e CÓRDOBA-MOCHALES, Irene. Capital riesgo y la responsabilidad de la empresa. *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 1/2020, págs. 21-47. (2020)
- BELLOSTAS PÉREZ-GRUESO, Ana José y LÓPEZ ARCEIZ, Francisco José. Situación actual de los fondos éticos y solidarios. Una perspectiva comparada, en *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española*, nº 3057 (2014).
- Consejo General de Economistas de España, Coordinador: Max Gosch Riaza. *Responsabilidad Social Corporativa*, Ediciones Francis y Taylor (2019).
- EMBID IRUJO, José Miguel y MARTÍ MOYA, Vanessa. Sobre el significado de la responsabilidad social corporativa en las actividades de capital-riesgo, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº4/2010, págs. 23-42 (2010).
- FERNÁNDEZ IZQUIERDO, M^a Ángeles. La inversión socialmente responsable. Situación actual en España, en

³⁷ Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

³⁸ Según Consulta V2143-18 de la Dirección General de Tributos, de 18 de julio de 2014, pueden aplicarse parte de las exenciones del art. 21 LIS, pero con alcance limitado y no la exención del art. 50 LIS.

³⁹ La GRI, es una organización internacional independiente, cuyo objetivo es promover la inclusión de criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo en la información de las compañías. Sus estándares de información (GRI Standards) son los más extendidos a nivel mundial.

Observatorio de Divulgación Financiera nº 11, (2011)
www.iefweb.org/odf.

- FERNÁNDEZ IZQUIERDO, M^a Ángeles. Finanzas Sostenibles, Netbiblo, UNED y UJI (ed. 2010).
- GARNACHO CABANILLAS, Lourdes. Deber de lealtad del socio en una sociedad de capital, en Revista de Derecho de Sociedades, nº 52, Editorial Aranzadi, (2018).
- GARRIDO, Xosé. Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración, en Observatorio de Divulgación Financiera nº 38, (2018), www.iefweb.org/odf.
- IGNACIO PEINADO, Juan. La sostenibilidad y el deber de diligencia de los administradores. Una primera reflexión sobre la responsabilidad por falta de diligencia de los administradores, en Revista de Derecho Mercantil nº 311, (2019).
- LOZANO, Josep M^a y ALBAREDA, Laura. Observatorio de los Fondos de Inversión Éticos, Ecológicos y Solidarios en España, IPES-ESADE, (2001).
- LOZANO, Josep M^a, ALBAREDA, Laura y BALAGUER, M^a Rosario. Socially Responsible Investment in the Spanish Financial Market, en Journal of Business Ethics, vol. 69, nº 3. (2006).
- Mercer. Demystifying Responsible investment performance, en www.unepfi.org (2007).
- Mercer. Shedding Light on Responsible Investment: Approaches Returns and Investments, en www.mercer.com (2009).
- Morningstar. European Sustainable Funds Landscape. en www.morningstar.com. (agosto, 2019)
- Novaster. Observatorio de la ISR en España, en www.novaster.net (2015).
- PLANA PALUZIE, Àlex. Origen, desarrollo y futuro de las inversiones socialmente responsables (ISR), Revista Española de Capital Riesgo, nº 2, págs. 39-58, (2020)
- Red Española del Pacto Mundial. White Paper 1. Finanzas Sostenibles y Agenda 2030: invertir en la transformación del mundo, en www.pactomundial.org (2020).

Otras publicaciones ODF

Jul	2020	NT	Dark Pools and High Frequency Trading: A Brief Note	Anna Bayona
Jun	2020	DT	Los emisores soberanos ante la revolución sostenible	Andrés Alonso
Jun	2020	NT	El impuesto español sobre transacciones financieras, una medida alejada de la Tasa Tobin	Jordi Pey Nadal
May	2020	DT	¿Cómo valorar una start-up y qué métodos de valoración son más adecuados?	Roger Martí Bosch
Mar	2020	NT	Libra: ¿La moneda que puede cambiar el futuro del dinero?	Miguel otero Iglesias
Dic	2019	NT	¿Cómo puede un inversor particular implementar una estrategia sencilla y barata en factores? ¿Qué puede esperar de ella?	Ferran Capella Martínez
Dic	2019	DT	Una nota sobre la valoración de cross currency swaps	Lluís Navarro i Girbés
Nov	2019	DT	Criptoactivos: naturaleza, regulación y perspectivas	Víctor Rodríguez Quejido
Oct	2019	NT	¿Qué valor aportan al asesoramiento financiero los principales insights puestos de manifiesto por la behavioral economics?	Óscar de la Mata Guerrero
Jul	2019	NT	El MARF y su positivo impacto en el mercado financiero actual	Aitor Sanjuan Sanz
Jun	2019	NT	Las STO: ¿puede una empresa financiarse emitiendo tokens de forma regulada?	Xavier Foz Giralt
Abr	2019	NT	Criterios de selección para formar una cartera de inversión basada en empresas del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	Josep Anglada Salarich
Mar	2019	DT	Limitaciones del blockchain en contratación y propiedad	Benito Arruñada
Feb	2019	NT	MREL y las nuevas reglas de juego para la resolución de entidades bancarias	Francisco de Borja Lamas Peña
Dic	2018	DT	Principios éticos en el mundo financiero	Antonio Argandoña y Luís Torras
Nov	2018	NT	Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración	Xosé Garrido
Nov	2018	NT	Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las fintech. Una especial consideración a los <<robo advisors>>	David Cano Martínez
Oct	2018	DT	La Crisis Financiera 2007-2017	Aristóbulo de Juan
Jul	2018	NT	Evolución del Equity Crowdfunding en España, 2011-2017	Marc Montemar Parejo y Helena Benito Mundet
Jul	2018	NT	Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español	Javier Santacruz Cano
Jun	2018	NT	Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las las empresas españolas	Ernesto Akerman Brugés
May	2018	NT	Las SOCIMI: ¿Por qué se han convertido en el vehículo estrella del sector inmobiliario?	Pablo Domenech
Mar	2018	NT	Desequilibrios recientes en TARGET2 y sus consecuencias en la balanza por cuenta corriente	Eduardo Naranjo
Ene	2018	NT	La Segunda Directiva de Servicios de Pago y sus impactos en el mercado	Javier Santamaría
Dic	2017	DT	“Factor investing”, el nuevo paradigma de la inversión	César Muro Esteban
Nov	2017	NT	La implantación de IFRS9, el próximo reto de la banca europea	Francisco José Alcalá Vicente
Oct	2017	NT	El Marketplace Lending: una nueva clase de activo de inversión	Eloi Noya
Oct	2017	NT	Prácticas de buen gobierno corporativo y los inversores institucionales	Alex Bardají
Set	2017	NT	El proceso de fundraising: Como atraer inversores para tu Startup	Ramón Morera Asiain
Jun	2017	NT	Clases de ETF según su método de réplica de benchmarks y principales riesgos a los que están sujetos los inversores, con especial foco en el riesgo de liquidez	Josep bayarri Pitchot

May	2017	NT	Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días	L.B. De Quirós y J. Santacruz
Mar	2017	DT	Indicadores de coyuntura en un nuevo entono económico	Ramon Alfonso
Ene	2017	NT	La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs productos de banca tradicional	Álex Plana y Miguel Lobón
Oct	2016	NT	Basilea III y los activos por impuestos diferidos	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	MAB: una alternativa de financiación en consolidación	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	Brasil, un país de futuro incierto	Carlos Malamud
May	2016	DT	La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	Shadow Banking: Money markets odd relationship with the law	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo	José M ^a Martín-Moreno
Feb	2016	NT	Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM	David Cano
Ene	2016	DT	1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	Revitalizando el mercado de titulaciones en Europa	Rosa Gómez Churruga y Olga I.Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación es España	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xía
Nov	2014	NT	Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres
Oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés
Sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
Mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?	Celia de Anca
Dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
Nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
Sep	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
May	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
Abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
Abr	2013	NT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
Feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
Nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M.Domènech
Oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
Sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
Jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya
Abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández

Mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon y Lina Salou
Dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	M ^a Ángeles Fernández Izquierdo
Dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrin y Olga del Orden
Oct	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado
May	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherck
Dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿Cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas y Marcelo Leporati
Nov	2010	NT	Cuando las ventajas de TIPS son superada por las desventajas: el caso argentino	M. Belén Guercio
Oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà
Jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
Mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
Feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M. Elisa Escolà y Juan Carlos Giménez
Feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent
Ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
Ene	2010	DT	La morosidad de banco y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent
Nov	2009	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda