

# Particularidades en las operaciones de M&A de las entidades de capital riesgo que aplican criterios ASG

**Àlex Plana Paluzie**

**Documento de Trabajo**

Número 49  
Septiembre 2023  
B 21662-2012

## Abstract

Este artículo analiza la adaptación de los procesos y contratos de compraventa e inversión (M&A) a los criterios de sostenibilidad, esto es, las operaciones de M&A que integran criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (criterios ASG). El análisis realizado trata las adaptaciones existentes tanto desde una perspectiva teórica como práctica, con el fin de remarcar las motivaciones regulatorias que ejercen mayor influencia en este proceso de adaptación. El objeto de este artículo se centra en operaciones de M&A por parte de entidades financieras y, en particular, por parte de las entidades de capital riesgo, debido al régimen reforzado al que están sujetas estas entidades en materia de sostenibilidad y transparencia, así como su papel primordial en la inversión en capital de empresas y su influencia en operaciones de M&A de otros operadores.

*This article examines the adaptation of the procedures and agreements referred to companies' acquisitions and investments (M&A) with sustainability factors, this is, those M&A transactions that incorporate environmental, social and corporate governance factors (ESG factors). This analysis addresses current adaptations both from a theoretical and practical perspective, to highlight the regulatory reasons that have the greatest influence on this adaptation process. The purpose of this article is focused on M&A transactions by financial entities and in particular, by private equity entities, due to the enhanced regime applicable to these entities regarding sustainability and transparency, as well as their major role in equity investments in companies and their influence on M&A transactions by other operators.*

## 1. Introducción

Este artículo analiza las particularidades existentes en los contratos de inversión y de compraventa (en lo sucesivo “**Contratos de M&A**”) suscritos por parte de entidades financieras y, en particular, por entidades de capital riesgo que quieren aplicar criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (en lo sucesivo “**criterios ASG**”) en sus procesos de inversión, cumpliendo con los estándares en materia de sostenibilidad contemplados en la normativa de la Unión Europea. Para analizar estas particularidades contractuales, se

expondrá (en el apartado 2) el proceso habitual de inversión y compraventa (en lo sucesivo “**M&A**”) en el que se formalizan este tipo de contratos, siguiendo cada una de las fases de dicho proceso, desde la fase de selección hasta la fase de desinversión, con el propósito de identificar los principales cambios que estamos observando en la práctica mercantil para su adaptación al desarrollo sostenible, así como los principales condicionantes legislativos. Posteriormente, se expondrá (en el apartado 3) cómo estos cambios y condicionantes se reflejan en la documentación contractual de las operaciones de M&A y, finalmente, destacaremos (en el apartado 4) los retos y conclusiones más relevantes a los que se enfrentan las entidades de capital riesgo y demás fondos de inversión alternativa en esta materia.

Los contratos de M&A a los que nos referimos en este artículo son aquellos utilizados para la inversión socialmente responsable, también conocida como inversión sostenible y responsable, que podemos definir como: la forma de inversión que integra tanto criterios financieros como criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo en la toma de decisiones referidas al procedimiento de inversión, con el objetivo de provocar un impacto positivo en materia de desarrollo sostenible<sup>1</sup> (en lo sucesivo “**ISR**”).

Este estudio se centra en las ISR realizadas por entidades de capital riesgo (en lo sucesivo “**ECR**”)<sup>2</sup>, tanto autogestionadas como gestionadas por Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Cerrada (“**SGEIC**”) o por Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (“**SGIIC**”), por su papel primordial en la práctica mercantil respecto a las operaciones de M&A en empresas y por la presión legislativa a la que se están viendo envueltas estas entidades en materia de desarrollo sostenible. Si bien, este estudio se centra en las ECR y las SGEIC, el contenido del mismo aplica, por norma general, al resto de vehículos de inversión regulados por la normativa del sector financiero que pueden realizar inversiones en capital de compañías mercantiles (como, en especial, los fondos de capital riesgo europeos o FCRE<sup>3</sup>). Las ECR son un vehículo de inversión alternativo (en lo sucesivo “**FIA**”) regulado por la Directiva AIFMD<sup>4</sup>. En cuanto a las operaciones de M&A, estamos viendo que estas entidades ejercen de principales impulsores en las inversiones y compraventas, tal y como muestran las estadísticas sobre operaciones completadas y varios estudios sobre el sector<sup>5</sup>. Respecto a la presión

<sup>1</sup> Sobre el concepto de ISR se puede ver el artículo *Origen, desarrollo y futuro de las inversiones socialmente responsables (ISR)*, Revista Española de Capital Riesgo, nº 2/2020, págs. 39-58, Alex Plana Paluzie (2020).

<sup>2</sup> Sobre las ECR y su funcionamiento y adaptación a la sostenibilidad se puede ver el artículo *Aspectos legales de las ISR en las entidades de capital riesgo*, Instituto de Estudios Financieros, nº 49 (octubre 2020), y *Deberes de las gestoras de fondos de inversión alternativa en materia de sostenibilidad*, Anuario de Capital Riesgo 2020 del INCARI (junio 2021), Alex Plana Paluzie.

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Entre otros, *Informe de actividad Venture Capital & Private Equity en España*, Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (SpainCap) de 2022 y *El mercado español de capital riesgo en 2021*, Anuario de Capital Riesgo de 2021, Miguel Recondo Zabala y Rodrigo Recondo Porrúa, Instituto de Capital Riesgo.

legislativa, desde las instituciones europeas se están aprobando instrumentos legislativos para que los flujos monetarios gestionados por entidades de capital riesgo se inviertan en actividades sostenibles<sup>6</sup> a través de un sistema que se basa en la transparencia, la taxonomía y las etiquetas, para evitar el *greenwashing*.

## 2. El proceso de M&A

### 2.1. Introducción al proceso de M&A

Las operaciones de M&A, en su gran mayoría, siguen la misma práctica mercantil, originada y desarrollada en Estados Unidos y el Reino Unido, con la siguiente hoja de ruta: (i) selección y toma de contacto, (ii) acuerdo de confidencialidad, (iii) carta de intenciones, (iv) *due diligence*, (v) formalización del Contrato de M&A (*signing*) junto con, en su caso, el pacto de socios, (vi) ejecución del Contrato de M&A (*closing*), (vii) actuaciones posteriores (*post-closing*), (viii) período de inversión o tenencia y (ix) desinversión.

Este proceso viene marcado por prácticas condicionadas por el sistema legal propio de Estados Unidos y el Reino Unido, los cuales no siguen el sistema de derecho civil de base romana propio de otras jurisdicciones como la española, italiana o francesa, entre muchas otras jurisdicciones de la Unión Europea. En contraposición, el derecho de estos países, conocido como el *common law*, donde la aplicación del derecho se fundamenta en las decisiones judiciales caso por caso (por precedentes), más que en normas codificadas, provoca que las partes intenten regular todos los aspectos posibles del negocio jurídico objeto del contrato, por ello la práctica habitual actual en las operaciones de M&A ha derivado en contratos muy extensos, los cuales se alejan de los regímenes de responsabilidad civil codificados, para sujetarse a regímenes particulares en virtud del principio de autonomía de la voluntad y, en particular, el régimen de manifestaciones y garantías (conocido como “**R&W**”), que responde a un régimen de responsabilidad por incumplimiento contractual<sup>7</sup>. Como veremos, esta forma de enfocar las operaciones de M&A tiene su reflejo en los Contratos de M&A a la hora de gestionar las obligaciones y responsabilidades de las partes en materia de sostenibilidad.

Ante esta situación, el proceso de M&A ordinario influenciado por el *common law*, se ha extendido a nivel global,

adquiriendo la naturaleza de buena praxis profesional en la mayoría de los territorios, incluido el español. Todo ello ha provocado que en las operaciones de M&A podamos hablar de una unificación o acercamiento de los sistemas de *common law* y de derecho civil. En este sentido, mientras que en las jurisdicciones de *common law*, cada vez se codifica más, en las jurisdicciones de derecho civil el legislador tiene más en cuenta las prácticas mercantiles y se otorga mayor peso a los precedentes judiciales<sup>8</sup>. Un ejemplo del proceso de adopción de las prácticas del M&A a nivel legislativo es la propuesta de “*Directiva de Diligencia Debida en Sostenibilidad Corporativa y por la que se modifica la Directiva 2019/1937*”, cuya aprobación se prevé para el primer semestre de 2023.

La aparición de multitud de normas en materia de sostenibilidad sin un desarrollo completo y, menos aún, una implementación consolidada, es otro factor que acentúa el uso de contratos cada vez más extensos y detallados de los que sería de esperar en jurisdicciones basadas en la codificación de sus normas, con el objetivo de cubrir lagunas normativas y dificultades interpretativas. Por ello, todo apunta a que los Contratos de M&A continúen incrementando el nivel de extensión y detalle de su contenido.

A continuación, se describen cada una de estas nueve fases ordinarias del proceso de M&A y las adaptaciones de cada una de estas fases por la reciente normativa y las prácticas sobre sostenibilidad.

### 2.2. Selección o toma de contacto

La fase de selección o toma de contacto marca el inicio del proceso de M&A, los condicionantes de esta fase son principalmente estratégicos y financieros. Sin embargo, con la aparición de normativa sobre sostenibilidad, las ECR y las SGEIC se han visto sujetas a mayores condicionantes en sus procesos de selección de las inversiones, provocando cambios que destacaremos a continuación.

En relación con las operaciones de M&A por parte de ECR, existen condicionantes que no aplican a compraventas o inversiones de otro tipo de operadores, como serían empresas comerciales o industriales, dado que las ECR y SGEIC se encuentran sujetas a una política de inversión legal y contractual que limita las posibles inversiones que pueden realizar (su universo de inversiones). A pesar de ello, con la aprobación de la Directiva (UE) 2022/2464<sup>9</sup> sobre la

<sup>6</sup> Desde la Comunicación de 8 de marzo de 2018, titulada Plan de Acción: Financiar el crecimiento sostenible, las ECR y demás operadores del sector financiero han ido tomando una posición esencial en la estrategia de desarrollo sostenible de la Unión Europea.

<sup>7</sup> Al respecto, se puede ver la sentencia 187/2019 de 27 de marzo de 2019 del Tribunal Supremo y sentencia de 22 de junio de 2021 del Juzgado Mercantil 7 de Madrid, donde se expone que, en la gran mayoría de los casos, la reclamación por R&W responde a un régimen de responsabilidad contractual con alegación de la

reclamación en base en los artículos 1101, 1124 y 1254 del Código Civil.

<sup>8</sup> En la Unión Europea con el Tribunal de Justicia de la Unión Europea y el Tribunal Europeo de Derechos Humanos, las decisiones de estos tribunales condicionan el conjunto de los ordenamientos jurídicos de la Unión Europea y su interpretación.

<sup>9</sup> Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022, por la que se modifican el Reglamento (UE) 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE

presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas (en lo sucesivo, la “CSRD”), se provocará un incremento en el uso de los aspectos sobre sostenibilidad en las operaciones de M&A llevadas a cabo por las empresas comerciales e industriales, si bien, seguirán sujetas a un régimen mucho menos exigente y condicionante que las entidades del sector financiero (entre las cuales se hallan las ECR y las SGEIC).

El universo de inversiones de una ECR se encuentra condicionado, desde una perspectiva legal, por la tipología de activos elegibles al tipo concreto de ECR, así como a requisitos de diversificación aplicables también según el tipo de ECR. Además, desde una perspectiva contractual, el universo de inversiones se encuentra limitado por los criterios de inversión contemplados en la política de inversión de la ECR, incluidos en su documentación constitutiva (principalmente en su reglamento de gestión y en su folleto informativo). La adaptación a criterios de sostenibilidad provoca la necesidad de incorporar nuevos condicionantes al universo de inversiones posibles, junto al uso de estrategias ISR<sup>10</sup> para el proceso de identificación y selección de posibles inversiones.

Inicialmente, las ECR y las SGEIC contemplaban información poco precisa en su documentación constitutiva, sin una determinación clara sobre los criterios concretos a aplicar, sin crear obligaciones imperativas que pudieran, por lo general, provocar responsabilidades indemnizatorias o sancionables. Esta primera fase provocaba (y sigue provocando en algunos casos), un riesgo elevado de *greenwashing*. Sin embargo, con normas recientes como el Reglamento (UE) 2019/2088<sup>11</sup> sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (en lo sucesivo “SFDR”) y el Reglamento Delegado (UE) 2022/1288<sup>12</sup> por el que se completa la SFDR (en lo sucesivo “RTS”), este riesgo se ha disminuido y sigue disminuyéndose de forma considerable.

Gracias a la SFDR y el RTS, las ECR y las SGEIC deben identificar el tipo de inversiones que realizarán y reportar información concreta y armonizada sobre dichas inversiones.

y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas.

<sup>10</sup> 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.

<sup>11</sup> 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.

<sup>12</sup> Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 de la Comisión de 6 de abril de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo respecto a las normas técnicas de regulación que especifican los pormenores en materia

Además, si la documentación constitutiva incluye mención a la realización de inversiones medioambientalmente sostenibles, determinada información que acredite su cumplimiento también debe ser publicada, de conformidad con el Reglamento (UE) 2020/852<sup>13</sup> relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles (en lo sucesivo “Reglamento 2020/852”). El Reglamento 2020/852 se completa con un conjunto de medidas de carácter técnico sobre seis objetivos medioambientales, denominadas Taxonomía de la Unión Europea (en lo sucesivo “Taxonomía Medioambiental”).

Como resultado de estas normas, el proceso de selección o toma de contacto se ve condicionado de forma vinculante por las menciones contempladas en la documentación constitutiva respecto dichas normas sobre sostenibilidad, esto es, la SFDR, el RTS y el Reglamento 2020/852. En consecuencia, en la actualidad nos encontramos en un estadio de implementación en materia de sostenibilidad en el que las ECR condicionan su política de inversión con base en su calificación como productos del art. 6, 8 o 9 de la SFDR. Es decir, entre productos que no toman en cuenta los criterios o factores de sostenibilidad (art. 6 SFDR), los productos que promueven características medioambientales y sociales (art. 8 SFDR), y los productos que tienen como objetivo inversiones sostenibles (art. 9 SFDR). Adicionalmente y como nivel de mayor exigibilidad en sostenibilidad, las ECR pueden, voluntariamente, contemplar umbrales u objetivos mínimos de desempeño en actividades medioambientales o sociales, ligados a la actual Taxonomía Medioambiental y a una futura taxonomía social<sup>14</sup>, sobre la cual se está avanzando ya en las instituciones europeas. Mientras que el Reglamento ISR ya se encuentra en vigor (aunque sin haberse completado el desarrollo técnico necesario para los seis objetivos medioambientales), hay ECR que ya se están imponiendo umbrales y objetivos mínimos de desempeño en actividades medioambientales y sociales en su documentación constitutiva, con las dificultades que, en estos momentos, ello genera tanto en la selección de las compañías objetivo (target) como en la obtención de la información necesaria para acreditar su cumplimiento.

de contenido y presentación que ha de cumplir la información relativa al principio de «no causar un perjuicio significativo», y especifican el contenido, los métodos y la presentación para la información relativa a los indicadores de sostenibilidad y las incidencias adversas en materia de sostenibilidad, así como el contenido y la presentación de información relativa a la promoción de características medioambientales o sociales y de objetivos de inversión sostenible en los documentos precontractuales, en los sitios web y en los informes periódicos.

<sup>13</sup> 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.

<sup>14</sup> La posibilidad de aprobar e implementar una taxonomía social se encuentra en fase de estudio y desarrollo, existiendo dudas sobre la viabilidad de su creación e implementación. Es posible que el alcance final de esta taxonomía sea mucho menor al de la Taxonomía Medioambiental, en tanto sus parámetros no pueden sujetarse a criterios tan técnicos ni objetivos como los referidos a aspectos medioambientales.

Como resultado de todo ello, los activos elegibles como inversiones de ECR se ve totalmente condicionado por criterios ASG, reduciéndose también el alcance de su universo de inversiones y dificultando la consecución de la inversión de la totalidad del patrimonio comprometido de la ECR. Esta situación ha provocado que las ECR y, especialmente, las ECR designadas como un producto financiero del art. 8 o 9 de la SFDR o con objetivo de inversión en actividades medioambientalmente sostenibles conforme con el Reglamento ISR, tengan que poseer recursos suficientes (a través de la SGEIC) para seleccionar inversiones que sean elegibles a la vista de dichos condicionantes en materia de sostenibilidad.

### 2.3. Acuerdo de confidencialidad

Con la toma de contacto inicial entre la parte inversora y receptora (o compradora y vendedora), suele intercambiarse una documentación mínima no confidencial y, con carácter inmediato o con posterioridad a dicho contrato, estas suelen suscribir un acuerdo de confidencialidad. Este acuerdo a veces se suscribe directamente junto con una primera carta de intenciones no vinculante, de contenido generalmente breve y poco detallado. El contenido habitual de la carta de intenciones se describe en el siguiente apartado.

De las nueve fases en las que se divide el proceso de M&A ordinario, esta es la única fase en la que no se observan particularidades cuando dicha operación de M&A se adapta a las ISR. Este hecho es una muestra clara del cambio profundo que provoca la aplicación de criterios ASG en las operaciones de M&A.

En relación con las ECR sujetas a mayores requisitos de sostenibilidad, como son las ECR designadas como producto financiero del art. 9 SFDR y con objetivo de inversión, total o parcialmente, en actividades alineadas con la Taxonomía Medioambiental, el incremento de exigencias para la preselección de posibles inversiones provoca que, en la práctica, el acuerdo de confidencialidad deba realizarse ya desde un primer momento, esto es, con la primera toma de contacto entre la ECR y la potencial target. Esto se debe a que, como vimos en el apartado anterior, en estas ECR el universo de inversiones es más restringido y las ECR (a través de la SGEIC, si no son autogestionadas) deben analizar más información de la habitual en operaciones de M&A no sujetas a estos deberes reforzados en sostenibilidad.

### 2.4. Carta de intenciones

Una vez analizados ciertos aspectos preliminares de la *target* y comprobado que la operación de M&A puede seguir adelante hacia la siguiente fase, el inversor suele presentar una carta de intenciones (*letter of intent*) o una oferta no vinculante, que incluye condiciones iniciales y provisionales, así como directrices sobre el proceso a seguir.

La carta de intenciones es un acuerdo entre las partes implicadas en una operación de M&A, con la finalidad de establecer los términos principales del proceso de negociación de la operación proyectada, sin entrar en todos los detalles de la misma.

La suscripción de una carta de intenciones tiene como principales fines: (i) manifestar de forma expresa la voluntad de ambas partes de negociar para lograr la formalización y ejecución de la transacción dentro de un marco general de buena fe, (ii) acordar las principales reglas del procedimiento de negociación, (iii) contemplar la facultad de terminar las negociaciones de forma unilateral en cualquier momento y (iv) garantizar la confidencialidad y consecuencias de la terminación del proceso de negociación sin acuerdo.

El contenido mínimo habitual de las cartas de intenciones incluye: (i) identificación de las partes, (ii) identificación de la operación proyectada, (iii) horquilla de valoración o precio, o bien, un precio estimado, (iv) contenido y plazos estimados de la *due diligence*, (v) acuerdo de confidencialidad, (vi) posibilidad de desvincularse de la operación en cualquier momento, (vii) concesión de un período de exclusividad para negociar (por lo general, en aquellas operaciones donde no hay un proceso competitivo abierto), (viii) reparto de gastos o responsabilidades en caso de mala fe o ciertos incumplimientos, (ix) jurisdicción y ley aplicable, y (x) identificación de las cláusulas vinculantes y no vinculantes.

Este contenido es una mera identificación de los principales aspectos mínimos que se encuentran en la mayoría de las operaciones de M&A. Sin embargo, con la aplicación de criterios ASG por parte de ECR, en estas cartas de intenciones se aprecia una clara tendencia hacia la inclusión de la revisión de los aspectos sobre sostenibilidad como parte fundamental de la *due diligence*. Es decir, se establece esta área en igualdad de condiciones con la revisión legal, fiscal, laboral y financiera.

Esta mención tiene su relevancia, en tanto pone en valor el peso de las conclusiones de la *due diligence* en sostenibilidad y su condicionamiento en la negociación final de los términos y condiciones, así como el redactado final del Contrato de M&A y, en su caso, del pacto de socios. Por otro lado, hay que tener en cuenta el peso de esta mención a los efectos de defender una retirada de la oferta, aunque esta no fuera vinculante, en tanto el comprador o inversor se encuentra ante el riesgo de una posible responsabilidad precontractual o por mala fe.

Adicionalmente, respecto de las ECR que han sido calificadas como un producto del art. 8 o 9 de la SFDR, así como de aquellas ECR que han incluido determinados umbrales de inversión alineada con la Taxonomía Medioambiental, la carta de intenciones es un documento que puede servir para exponer determinados requisitos de la ECR en relación con estas materias. En concreto, realizar una revelación sobre estos requisitos permite fijar umbrales mínimos de cumplimiento de la *target* durante el proceso de *due diligence*, así como servir de



causa para una renuncia a la operación de M&A si la ECR o la SGEIC concluye que la target no cumple, o no cumplirá, con los requisitos de la SFDR o, en su caso, de la Taxonomía Medioambiental aplicables a la ECR. En relación con esta materia, es importante destacar que todas las SGEIC tienen, desde el 10 de marzo de 2021, la obligación de tener en cuenta los riesgos de sostenibilidad de las ECR que gestionen, con independencia de que estas entidades hayan sido designadas como un producto financiero del art. 6, 8 o 9 de la SFDR y de que dichas entidades contemplen, o no, objetivos de alineamiento con la Taxonomía Medioambiental.

Como consecuencia de lo expuesto, en el apartado habitual de identificación de las partes, las ECR calificadas como un producto del art. 8 o 9 de la SFDR o con objetivo de inversión alineada con la Taxonomía Medioambiental, conviene incluir referencias a estos aspectos en la descripción de la ECR. Es decir, en la habitual descripción sobre el tipo de entidad, su historia, experiencia y reputación, entre otros aspectos, conviene y cada vez se observa más, una descripción sobre las principales características en materia de sostenibilidad, tanto de la ECR como de su sociedad gestora, junto a una copia o enlace a su política de inversión responsable.

## 2.5. Due diligence

La *due diligence* se refiere al procedimiento de revisión del estado de la compañía en la que se pretende invertir. Las áreas tradicionales de análisis durante dicho procedimiento incluyen aspectos legales, fiscales, laborales, financieros, comerciales y operativos, entre otros. A estas áreas, en las operaciones de M&A con integración de criterios ASG, se añade la revisión de una nueva área, la referida a aspectos sobre sostenibilidad. En relación con las operaciones de M&A realizadas por parte de ECR, hay que tener en cuenta que las sociedades gestoras de estas ECR tienen el deber de identificar y gestionar los riesgos de sostenibilidad, motivo por el cual, esa revisión ha devenido una obligación general para estos casos (ya sea realizada esta revisión con recursos internos de la sociedad gestora o con participación de asesores externos). Esta obligación se encuentra recogida tanto en la SFDR, tal y como puede verse, entre otros, en el art. 3 SFDR<sup>15</sup> como, para el caso concreto de las ECR, en el Reglamento Delegado (UE) 231/2013, de 19 de diciembre de 2012<sup>16</sup> (en lo sucesivo "**Reglamento 231/2013**"), tal y como puede verse, entre otros, en el art. 18.5 Reglamento 231/2013 sobre diligencia debida<sup>17</sup>.

El objetivo de una *due diligence* es identificar los riesgos y oportunidades de la compañía y, en especial, las contingencias

y pasivos ocultos. El resultado de la *due diligence* tiene su impacto más directo en dos aspectos, por un lado, en el ajuste del precio ofertado (normalmente en la carta de intenciones previa) y, por otro lado, en la redacción de las R&W y las indemnidades específicas (*specific indemnities*).

El enfoque de la *due diligence* ASG (o de sostenibilidad) puede variar mucho dependiendo de los requisitos de inversión aplicable a la ECR. Ello se debe a que las ECR puede establecer la obligación de invertir determinados umbrales mínimos en actividades alineadas con la Taxonomía Medioambiental o, incluso, establecer que la ECR sólo podrá invertir en actividades alineadas con la Taxonomía Medioambiental. Este enfoque se puede dividir, principalmente, en dos niveles de cumplimiento, un primer nivel referido a las ECR y SGEIC que sólo revisan los riesgos de sostenibilidad, como consecuencia del deber de todas las sociedades gestoras de gestionar los riesgos de sostenibilidad y, por otro lado, un segundo nivel referido a las ECR y SGEIC que contemplan la gestión de criterios o factores de sostenibilidad en sus políticas de inversión. Además, dentro de este segundo nivel, si la ECR además debe invertir, ya sea total o parcialmente, en actividades medioambientalmente sostenibles, la *due diligence* ASG toma mayor peso y complejidad.

El primer nivel de cumplimiento es obligatorio para todas las ECR y SGEIC, de conformidad con el Reglamento 231/2013 mencionado antes. En relación con el proceso de diligencia debida contemplado en el art. 18 de dicho Reglamento 231/2013, se obliga a todas las sociedades gestoras de ECR a: (a) poner en juego un alto nivel de diligencia en la selección y seguimiento de las inversiones, (b) tener conocimiento y comprensión de los activos invertidos por la ECR, (c) establecer por escrito y aplicar políticas y procedimientos de diligencia debida, así como aplicar medidas efectivas para garantizar que las decisiones de inversión se ejecutan de acuerdo con los objetivos, estrategia y limitación de riesgos de la ECR, (d) reexaminar y actualizar periódicamente las políticas y procedimientos de diligencia debida, y (e) tener en cuenta los riesgos de sostenibilidad al aplicar las políticas y procedimientos de diligencia debida mencionados. Adicionalmente, las ECR y SGEIC sujetas no sólo a la gestión de riesgos de sostenibilidad, de carácter obligatorio para todas, sino también a la gestión de criterios de sostenibilidad, deben ampliar la realización de la diligencia debida y, por lo tanto, el alcance de la *due diligence*, a las principales incidencias adversas de las decisiones de inversión en los factores/criterios de sostenibilidad<sup>18</sup>.

<sup>15</sup> El art. 3.1 SFDR establece: "Los participantes en los mercados financieros publicarán en sus sitios web información sobre su política de integración de los riesgos de sostenibilidad en su proceso de toma de decisiones de inversión."

<sup>16</sup> Reglamento Delegado (UE) no 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la

actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión.

<sup>17</sup> El art. 18.5 Reglamento 231/2013 establece "Los GFIA tendrán en cuenta los riesgos de sostenibilidad cuando cumplan los requisitos establecidos en los apartados 1 a 3."

<sup>18</sup> El art. 18.6 Reglamento 231/2013 establece "Cuando los GFIA consideren las principales incidencias adversas de las decisiones de inversión en los factores de sostenibilidad, tal como se

Si la ECR sólo puede invertir en actividades alineadas con la Taxonomía Medioambiental, durante la fase de *due diligence* la ECR y la SGEIC deben asegurarse que la compañía en la que se invertirá cumple los requisitos para su consideración como actividad sostenible del Reglamento 2020/852. Sin embargo, si la ECR puede invertir en actividades no alineadas, el análisis de la compañía se centra en las áreas de mejora en materia de sostenibilidad, en tanto el objetivo de la ECR no es tanto invertir en actividades ya alineadas como en actividades elegibles, conforme al Reglamento 2020/852, para mejorar de forma progresiva el porcentaje de alineamiento de dichas actividades elegibles.

Como consecuencia de ello, para decidir el enfoque y alcance de la *due diligence* ASG, primero hay que tener en cuenta si la ECR es un producto del art. 6, 8 o 9 de la SFDR, para identificar los indicadores a revisar y, en caso de tratarse de una ECR designada como producto del art. 8 o 9 SFDR, publicar estos en la documentación precontractual, en su página web y en los informes periódicos. Adicionalmente, las ECR que tienen obligación de invertir en actividades alineadas con la Taxonomía Medioambiental, también deben identificar los criterios técnicos aplicables conforme a dicha taxonomía, teniendo en cuenta si todas o sólo una parte de sus inversiones debe estar alineado con la Taxonomía Medioambiental.

## 2.6. Contrato de compraventa o inversión y, en su caso, pacto de socios (*signing*)

La fase de formalización del Contrato de M&A, denominada por su término en inglés *signing*, se refiere a la firma del contrato que regula la transacción entre las partes, esto es, al momento de otorgamiento del consentimiento de éstas, pero sin que ello tenga que suponer necesariamente la ejecución del contrato, que veremos en el siguiente apartado de *closing*. Tal y como veremos, con las ISR la probabilidad de contar con *signing* y *closing* separado incrementa, debido a la aparición de nuevas potenciales condiciones previas a la ejecución de la operación de M&A.

El enfoque y contenido de este contrato depende del tipo de operación, condicionada por dos variables principales. Una primera variable se refiere al destino de la inversión del comprador o inversor, esto es, si la operación se ejecuta como una inversión mediante entrada de capital en los recursos propios de la compañía, o bien, si la operación se ejecuta como una compraventa de las participaciones, acciones o intereses de la compañía (sin entrada de capital en los recursos propios de la compañía), donde receptor de los fondos es la parte vendedora. Valga decir, que en ocasiones la operación de M&A incluye una parte de entrada en el capital y otra como venta de socios existentes. La segunda variable, se refiere a si la operación se

ejecuta para la adquisición del 100% del capital social de la compañía o por un porcentaje menor (especialmente si se trata de una adquisición que no conlleva la toma de control).

Otro aspecto relevante es que en las adquisiciones del 100% del capital social, la negociación sobre los términos de la transacción se centra en el precio o valoración y en la asignación de riesgos entre las partes. En cambio, con las adquisiciones que no incluyen el 100% del capital social, a la negociación sobre el precio o valoración y a la asignación de riesgos, se suma la negociación sobre los aspectos relacionados con la gobernanza o control de la compañía (regulados, principalmente, en el pacto de socios antes mencionado).

En los casos de adquisición de una participación en la compañía mediante la inversión en esta, la operación de M&A se formaliza mediante un acuerdo de inversión, que regula sus principales términos y condiciones. El contenido habitual de estos acuerdos de inversión incluye las siguientes materias: (i) identificación de las partes, (ii) expositivos, (iii) definiciones, (iv) objeto del contrato e identificación de las participaciones sociales o acciones, (v) precio y, en su caso, *earn-out* o precio variable, (vi) retenciones en el precio y otras garantías, (vii) régimen de responsabilidad de los socios y/o la compañía, (viii) condiciones previas a la ejecución del contrato (*closing*), (ix) regulación del curso ordinario del negocio entre el *signing* y el *closing*, cuando estas dos fases no se producen de forma simultánea, (x) procedimiento sobre las reclamaciones entre las partes, (xi) régimen de funcionamiento de los órganos colegiados y de gobierno (xii) obligaciones *post-closing*, entre las cuales se hallan de forma habitual, obligaciones de no competencia, no captación (*non-solicitation*) y permanencia, entre otras, (xiii) cláusulas antidilución, (xiv) derechos de liquidación preferente, (xv) derechos de asunción o suscripción preferente, (xvi) régimen de transmisión de las participaciones sociales o acciones, (xvii) jurisdicción y ley aplicable y (xviii) otras como, por ejemplo, las referidas a confidencialidad, notificaciones y protección de datos.

Respecto a dicho contenido habitual, en operaciones de M&A con realización de ISR, encontramos particularidades en multitud de sus secciones. En el apartado 3 de este artículo destacaremos las principales particularidades, si bien, podemos mencionar las siguientes: (i) en los expositivos, la descripción habitual sobre la *due diligence* realizada puede mencionar junto a las áreas tradicionales la referida a aspectos sobre sostenibilidad, (ii) en la sección de definiciones se añaden nuevos términos inexistentes en Contratos de M&A tradicional como son “riesgos de sostenibilidad”, “criterios ASG”, “principales incidencias en sostenibilidad”, etc., (iii) en la cláusula sobre precio, podemos encontrar la existencia de un *earn-out* ligado a criterios ASG, si bien, es una práctica muy excepcional en la actualidad<sup>19</sup>, (iv) en relación con la retención en el precio y

contempla en el artículo 4, apartado 1, letra a), del Reglamento (UE) 2019/2088, o conforme a lo dispuesto en el artículo 4, apartados 3 o 4, de dicho Reglamento, tendrán en cuenta tales incidencias

adversas cuando cumplan los requisitos establecidos en los apartados 1 a 3 del presente artículo.”.

<sup>19</sup> Incluso en operaciones de M&A realizadas por ECR sujetas a regímenes exigentes en materia de sostenibilidad, como ECR con

el otorgamiento de garantías, la integración de riesgos y criterios ASG provoca el uso de estas cláusulas tanto para cubrir contingencias e indemnidades relacionadas con aspectos financieros como con aspectos sobre sostenibilidad, (v) en relación con el régimen de responsabilidad, tanto las R&W como las indemnidades (*specific indemnities*) contemplan el tratamiento de las contingencias sobre riesgos y criterios ASG, (vi) en relación con el régimen de transmisibilidad de las participaciones o acciones, podemos encontrar un derecho de opción de venta del inversor para desinvertir si la *target* incumple determinados criterios u obligaciones en materia de sostenibilidad, y (vii) respecto de las condiciones previas al *closing*, se pueden incluir una o varias relacionadas con la sostenibilidad, tal y como se describe en el siguiente apartado 2.7 de este artículo.

En tanto este tipo de operación supone la convivencia del nuevo inversor con los socios existentes, la práctica habitual en estos casos es la suscripción junto al acuerdo de inversión de un pacto de socios, a fin de regular la gobernanza de la compañía, las relaciones de los socios con la compañía y las relaciones entre los socios.

En contraposición, en los casos de adquisición de una participación o la totalidad del capital social de la compañía, la operación de M&A se formaliza mediante un contrato de compraventa, que regula los principales términos y condiciones sobre la transmisión de las participaciones, acciones o intereses de la compañía de la parte vendedora a la parte compradora. El contenido habitual de estos acuerdos de inversión incluye las mismas secciones referidas para los contratos de inversión, si bien, en este caso la parte que responde de las contingencias y *specific indemnities* es la parte vendedora, no los socios actuales ni la propia compañía. Además, en estos contratos no suelen encontrarse otras cláusulas propias de los acuerdos de inversión, como son: cláusulas antidilución, derechos de liquidación preferente y derechos de asunción o suscripción preferente. Por otro lado, en las adquisiciones del 100% del capital social de la compañía, estos contratos de compraventa tampoco contemplan ni el régimen de funcionamiento de los órganos colegiados y de gobierno, ni el régimen de transmisión de participaciones sociales o acciones.

En este tipo de operaciones, la suscripción del pacto de socios sólo es necesaria cuando la adquisición no conlleva la transmisión del 100% del capital social de la compañía. Como veremos, las adquisiciones que no suponen el control del 100% del capital de la *target*, generan mayor complejidad en las negociaciones entre partes, así como la necesidad de regular más aspectos en la documentación contractual.

En todo caso y sea cual sea el tipo de operación, ya sea mediante inversión o compraventa, ya sea para una adquisición total o parcial en el capital de la compañía por parte de la ECR,

los deberes relacionados con la gestión de aspectos sobre sostenibilidad aplicables tanto a la propia ECR, como su sociedad gestora, provocan la necesidad de reflejar determinados acuerdos y manifestaciones en los Contratos de M&A. Ello responde, por un lado, a garantizar que la parte vendedora, los socios actuales y la propia compañía cumplan con sus obligaciones en materia de sostenibilidad como, por otro lado, a que la sociedad gestora pueda demostrar ante la ECR y los inversores de la ECR, que la decisión de inversión se ha tomado en atención a los riesgos de sostenibilidad y los criterios ASG aplicables. En consecuencia, en el *signing* la sociedad gestora también debe tener en cuenta que este momento sirve para dejar constancia del cumplimiento con sus deberes fiduciarios, ya no sólo desde una perspectiva financiera sino también desde una perspectiva social, medioambiental y de gobierno corporativo. El reflejo de estas actuaciones se puede apreciar en varios apartados de los Contratos de M&A, tal y como veremos en el apartado 3 de este artículo, sobre las particularidades de los Contratos de M&A que toman en cuenta riesgos y criterios ASG.

La regulación de los aspectos relacionados con la gobernanza o control de la compañía añade mayor complejidad y particularidades a las operaciones de M&A referidas a las ISR, esto es, a las transacciones que toman en cuenta aspectos sobre sostenibilidad. Además, debido a los requisitos de transparencia aplicables a las ECR, estas entidades deben asegurarse ciertas garantías en las adquisiciones minoritarias, para poder cumplir con sus deberes de transparencia, las cuales forman parte de los aspectos relacionados con la gobernanza de la compañía necesarios para obtener la información a reportar. Esto se debe, principalmente, al distinto nivel de exigencia en materia de transparencia respecto de las compañías no financieras (las compañías *target*) y las ECR y SGEIC. Esta brecha entre entidades no financieras y financieras se verá reducida con la CSRD, aunque muchas empresas objeto de inversión por ECR seguirán estando fuera del ámbito de aplicación de la CSRD, provocando que muchas participadas de ECR se les impongan, por vía contractual, deberes de *reporting* en ESG a los que no están sujetos *ex lege*.

## 2.7. Ejecución del contrato (*closing*)

La fase de ejecución o *closing*, puede llevarse a cabo de forma simultánea con el *signing*, es decir, sin que se distinga entre el momento de suscripción del contrato y el momento de ejecución del mismo. Esto es, en términos jurídicos, la tradición o *traditio* en latín.

La distinción entre el momento del *signing* y del *closing* suele responder a la necesidad de cumplir con determinadas condiciones previas a cumplirse tras la suscripción del contrato de M&A, las cuales son necesarias para poder ejecutar el contrato. Entre las condiciones previas más habituales en las

---

inversión en actividades alineadas con la Taxonomía Medioambiental, aun es muy excepcional ver cláusulas de *earn-out*

ligadas a criterios ASG, pero sí es más habitual encontrar ajustes en el precio por contingencias relacionadas con la sostenibilidad.



operaciones de M&A encontramos: (i) autorización de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (“CNMC”), (ii) autorización del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo para determinadas inversiones extranjeras, (iii) autorización previa de la Comisión Europea en caso de existencia de subvenciones extranjeras que distorsionan el mercado interior<sup>20</sup>, (iv) obtención de renunciaciones de derechos o consentimientos de terceros que pueden afectar o impedir la operación de M&A, (v) la transmisión o enajenación (*carve out*) de determinadas actividades o negocios de la participada, (vi) solventar determinadas contingencias que se hayan detectado, y (vi) obtención de otro tipo de autorizaciones administrativas previas, como podría ser la obtención de la autorización previa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”).

Otro aspecto que puede afectar la ejecución del contrato, es la obtención de las aprobaciones correspondientes a los órganos de la ECR y la SGEIC encargados de los criterios ASG (es decir, el comité de sostenibilidad o comité ASG). Esta aprobación suele obtenerse con la terminación de la *due diligence*, justo antes del *signing*, pero también puede demorarse a un momento posterior como condición previa al *closing*.

Si bien la ejecución del *closing* no sufre especiales particularidades en una operación de M&A por la mera existencia de la ISR, sí destacaremos algunas particularidades que pueden aplicar en esta fase, debido a condiciones previas al *closing* relacionadas con criterios ASG.

En relación con la adaptación de las operaciones de M&A a la sostenibilidad, una condición previa que se observa en la actualidad y cuyo uso se espera que sea cada vez más habitual, es la realización de la transmisión o enajenación (*carve out*) de determinadas actividades o negocios de la participada que sean contrarias a las políticas de inversión responsable de la ECR. Otra condición previa que se puede observar es la emisión de informes sobre criterios ASG de la *target* (pudiendo tratarse de informes verificados por terceros o emitidos internamente por el inversor). Valga decir, que las condiciones previas en materia de sostenibilidad, en su gran mayoría, pueden contemplarse como actuaciones *post-closing* en lugar de condiciones previas, en tanto no responden a impedimentos absolutos de la normativa como sí ocurre con condiciones previas relacionadas con la CNMC o la CNMV.

## 2.8. Actuaciones posteriores (*post-closing*)

Durante la fase de *post-closing*, que podemos definir como el período que comprende los primeros cien días tras la ejecución del *closing*, las ECR suelen contemplar tres grupos de actuaciones: (i) la ejecución de acuerdos organizativos acordados en el Contrato de M&A o en otros documentos

complementarios al mismo, (ii) la asignación de fondos y (iii) la ejecución del plan de implementación ASG a cien días.

En tanto durante la fase de *signing* y *closing* es habitual que no puedan implementarse todas las medidas de sostenibilidad identificadas como necesarias o recomendables, parte de estas se acuerdan como actuaciones *post-closing*. Entre estas actuaciones encontramos el nombramiento de determinados cargos que no se hayan podido (o no se haya querido), realizar antes, así como la elaboración y/o preparación de determinados acuerdos o documentos relacionados con aspectos de sostenibilidad.

En relación con la asignación de fondos, estas operaciones de M&A pueden conllevar la necesidad de aportar financiación adicional a la compañía, ya sea mediante recursos propios de todos los socios (incluyendo al nuevo inversor y los socios existentes), únicamente mediante una aportación adicional del inversor, o bien, mediante la asunción de endeudamiento por parte de la compañía. Otra alternativa, es que la asignación de fondos para actuaciones en materia de sostenibilidad provenga de una redistribución de los recursos internos de la compañía, que deberá responder a un nuevo presupuesto acordado entre las partes, antes o después del *signing* o *closing*.

Otra actuación habitual en operaciones de M&A con integración de criterios ASG es la aprobación e implementación de un plan a cien días referido a aspectos sobre sostenibilidad. Este tipo de planes tienen su origen en las recomendaciones de instituciones y asociaciones internacionales que promueven el desarrollo sostenible, entre los cuales podemos destacar el documento “*Integrating ESG in Private Equity. A Guide for General Partners*” de la *Principles for Responsible Investment* (“PRI”), perteneciente a las Naciones Unidas, donde se recomienda a los gestores de ECR a elaborar e implementar este tipo de planes de actuación. Gracias a este tipo de iniciativas, el plan de implementación a cien días es una práctica que muchas ECR y SGEIC vienen aplicando desde hace años y su existencia puede incluirse también como una actuación *post-closing* del Contrato de M&A.

## 2.9. Período de inversión (*holding period*)

Durante el período de inversión, el principal condicionante en materia de sostenibilidad para una inversión de una ECR es el deber de gestión de riesgos de sostenibilidad y el deber de información periódica al que se encuentran sujetas las ECR, como consecuencia de la SFDR y el RTS. Además, este deber de información se encuentra delimitado por un conjunto de indicadores obligatorios y claramente identificados (aunque de difícil recopilación), especialmente en el RTS y sus anexos estándares, aplicables según la ECR se haya designado como un producto financiero del artículo 6, 8 o 9 SFDR.

<sup>20</sup> Esta condición previa no ha sido aun objeto de uso en la práctica, en tanto responde al recientemente aprobado Reglamento (UE) 2022/2560 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de

diciembre de 2022 sobre las subvenciones extranjeras que distorsionan el mercado interior.

Adicionalmente a los deberes de *reporting* de la SFDR i el RTS, si las inversiones se han calificado como sostenibles medioambientalmente, esto es, de conformidad con el Reglamento 2020/852, la ECR deberá acreditar que la inversión cumple tanto con los deberes de *reporting* como con los requisitos para la consideración de la actividad o inversión como sostenible medioambientalmente<sup>21</sup>.

En tanto no es suficiente con cumplir con los requisitos, debiendo acreditarse este cumplimiento mediante la publicación de la información contemplada por la SFDR, el RTS y el Reglamento 2020/852, las ECR se encuentran sujetas a un deber permanente de supervisión y obtención de información de sus participadas. Además, las SGEIC, con independencia del tipo de ECR que gestionen y de sus requisitos de inversión, tienen el deber permanente de gestionar los riesgos de sostenibilidad de todos los vehículos que gestionen.

En adquisiciones donde el inversor ostenta menos del 100% del capital de la *target* y, especialmente, si no ostenta el control, durante este período se requiere un pacto de socios que permita obtener determinada información y controlar determinadas decisiones. Este control normalmente se gestiona mediante el uso de mayorías reforzadas en sede de la junta general de socios o accionistas y en sede del órgano de administración de la *target*, o bien, mediante derechos de veto del inversor. En este sentido, podemos encontrar acuerdos como el cambio en los indicadores sobre sostenibilidad que monitoriza la compañía, el nombramiento o sustitución de determinados cargos relacionados con el área de sostenibilidad, la adhesión a determinadas organizaciones sobre sostenibilidad, la aprobación del informe anual de sostenibilidad y la definición de los objetivos de sostenibilidad, entre otros.

## 2.10. Desinversión

En la actualidad, la fase de desinversión es la que se está viendo menos condicionada por la integración de criterios ASG, sin contar con la fase que hemos calificado como acuerdo de confidencialidad, cuyo peso tiene poca relevancia dentro del proceso completo de M&A. Sin embargo, a medida que el mercado y los operadores mejoren sus prácticas en materia de sostenibilidad, se espera que esta fase tome mayor peso y se vea más condicionada por los criterios ASG, debido a la necesidad de conseguir un compromiso de mantenimiento y mejora del desempeño en sostenibilidad. Por otro lado, hay que tener en cuenta que la fase de desinversión de una parte confluye con la fase de inversión de la otra parte interviniente en la operación de M&A, de modo que ésta se ve condicionada también por los aspectos ya comentados en anteriores apartados y, en particular, en la fase de selección.

<sup>21</sup> Es decir y, de conformidad con el Reglamento 2020/852, que la actividad o inversión (a) la actividad contribuya sustancialmente a uno o varios de los seis objetivos ambientales del Reglamento 2020/852; (b) la actividad no cause ningún perjuicio significativo a alguno de los objetivos ambientales (*do no significant harm* "DNSH"); (c) la actividad se realice de conformidad con las

En todo caso, si enfocamos la fase de desinversión desde la perspectiva de la parte vendedora, observamos una primera particularidad para las ECR que integran criterios ASG, que es la elaboración de una *vendor due diligence* en materia de sostenibilidad o ASG. Esta *due diligence* consiste en una revisión de la compañía realizada por la parte vendedora (o la propia compañía), en la que se describen los principales aspectos en materia de sostenibilidad aplicables a la compañía y donde se identifican los principales indicadores a tener en cuenta, así como posibles riesgos ASG, fortalezas ASG y potenciales aspectos a mejorar. Este informe de *vendor due diligence* sirve también para dar valor económico al desempeño en sostenibilidad de la compañía.

Otro condicionante importante en la fase de desinversión es la posibilidad que tiene la parte vendedora para determinar la elegibilidad de la parte compradora. Esta medida forma parte de la necesidad ya comentada antes, de garantizar el mantenimiento de las prácticas en materia de sostenibilidad implementadas en la compañía, en tanto su cese podría suponer que las mejoras en el desempeño en desarrollo sostenible queden anuladas con la transmisión de la compañía a un tercero. Este objetivo puede lograrse de distintas formas y, principalmente, mediante la selección de potenciales compradores que estén sujetos a deberes similares al vendedor, o bien, mediante acuerdos obligatorios incluidos en el Contrato de M&A.

En el primer caso, esto se podría lograr, por ejemplo, con la transmisión de una participada de una ECR designada como producto financiero del art. 9 SFDR a otra ECR que también haya sido designada como un producto financiero del art. 9 SFDR (o incluso entre entidades sujetas a inversiones conformes con la Taxonomía Medioambiental).

En el segundo caso, en cambio, este objetivo se logra mediante la inclusión de compromisos de tipo obligatorio por parte del comprador, cuyo incumplimiento debe contemplar consecuencias gravosas para el adquirente, ya sea mediante indemnizaciones a la parte vendedora o aportaciones a fines relacionados con el desarrollo sostenible. En todo caso, esta alternativa contractual conlleva dificultades en su implementación, debido a la imposibilidad de realizar un seguimiento continuado por la parte vendedora respecto de las compañías ya desinvertidas.

## 3. Particularidades de los Contratos de M&A

A la vista de cada una de las fases contempladas y de los condicionantes en materia de sostenibilidad a las operaciones

garantías mínimas, conforme a acuerdos internacionales (OIT, ONU y OCDE); y (d) la actividad se ajuste a criterios técnicos de selección, de conformidad con la Taxonomía Medioambiental y los actos delegados de desarrollo de cada uno de los objetivos ambientales.

de M&A con ECR o SGEIC involucradas, en los Contratos de M&A se pueden observar varias particularidades que no contemplan otros Contratos de M&A donde no se integran criterios ASG.

El cambio más sustancial en estos contratos se observa en la sección de R&W, debido a que el alcance de estas manifestaciones y garantías se amplía para hacer constar aspectos relacionados con la sostenibilidad. Como consecuencia de ello, el riesgo de aparición de contingencias indemnizables por la parte otorgante de las mismas se ve incrementado de forma relevante, así como también la complejidad del contrato. La redacción de esta sección y, en particular, de las R&W sobre criterios ASG viene condicionada, principalmente, por el ejercicio de *due diligence* ASG explicado en el apartado 2.5 de este artículo.

Valga decir, que la integración de criterios ASG puede conllevar, junto con la ampliación de las R&W, también la inclusión de cláusulas indemnizatorias específicas (*specific indemnities*) para determinados riesgos que se hayan identificado y cuya materialización pueda ocurrir tras el *closing*.

Las obligaciones de *reporting* ya comentadas anteriormente provocan la necesidad de regular de forma extensa los derechos de información sobre aspectos ASG en favor de la parte inversora. La inclusión de estos derechos de información pierde relevancia cuando la parte inversora adquiere el control de la participada y, especialmente, si adquiere el 100% del capital de ésta, en tanto en dicho caso tiene la capacidad de control sobre qué información recaba y comparte la compañía. La identificación de la información a recabar se ve especialmente condicionada por las obligaciones a las que esté sujeta la ECR, en tanto una ECR designada como producto financiero del art. 9 SFDR tendrá más obligaciones de *reporting* que una designada como art. 8 SFDR o incluso art. 6 SFDR. Adicionalmente, la ECR deberá procurar que sus obligaciones de *reporting* respecto de sus propios inversores (sus *Limited Partners* o *LPs*) se encuentran alineados con los propios deberes de información de la participada con la ECR, a fin de preservar el flujo completo de información entre operadores. Debido al coste tanto en recursos personales, como en recursos dinerarios y tiempo, uno de los aspectos que también se están negociando en operaciones de M&A es qué parte asume las obligaciones de obtener y reportar la información. Estas negociaciones no sólo afectan a nivel de participada y ECR, también a nivel de filiales con matrices y de ECR con sus *Limited Partners*.

En relación con la sección del contrato de M&A y, especialmente, en los pactos de socios (cuando la inversión conlleva una participación parcial en la compañía), suelen regularse obligaciones de organización interna respecto a los

departamentos y funciones relacionados con aspectos ASG. Este tipo de acuerdos afecta a la sección de organización o curso ordinario del negocio, así como a las secciones referidas a los acuerdos de los órganos colegiales de la compañía (por norma general, la junta general de socios o accionistas y el consejo de administración).

En cuanto a los acuerdos dentro del contrato de M&A o del pacto de socios para la organización interna, observamos qué cargos deben nombrarse para gestionar los criterios ASG y, en especial, el cargo de director de sostenibilidad o ASG. En este sentido, muchas ECR contemplan ya como parte de su política de inversión la necesidad de nombrar directores de sostenibilidad tanto a nivel de entidad como a nivel de participada. Además, las cláusulas referidas a la organización interna pueden contemplar también obligaciones de la participada de no participar en determinadas actividades que sean contrarias a los criterios ASG de la ECR. En este sentido, recordemos que en la fase de *signing* es posible que la ECR haya requerido incluso que la compañía se haya tenido que desprender de determinadas actividades, como condición previa a la ejecución de la operación de M&A.

Dentro de los Contratos de M&A o de los pactos de socios, también puede incluirse una cláusula con la obligación de la participada referida a su adhesión a principios, estándares o códigos de sostenibilidad, en especial, en operaciones de M&A referidas a acuerdos de inversión y en operaciones de compraventa con participación minoritaria. En estas operaciones de inversión o adquisición minoritaria, también pueden incluirse cláusulas que contemplen la obligación de modificación de los estatutos de la compañía respecto tanto del objeto social como los deberes de los administradores, con el fin de incluir la consideración del impacto positivo en criterios ASG<sup>22</sup>. Esta obligación suele incluirse en el Contrato de M&A como una obligación del *closing* o como una obligación post-*closing*.

Finalmente, otra cláusula que podemos observar en Contratos de M&A con integración de criterios ASG es el derecho de desinversión de la ECR en caso de materializarse alguna contingencia ASG o en caso de incumplimiento de determinadas obligaciones de sostenibilidad. Debemos tener en cuenta que determinados incumplimientos referidos a criterios ASG pueden conllevar consecuencias muy relevantes para una ECR, en tanto estas se encuentran sujetas a políticas de inversión obligatorias y a deber de información también obligatorios, cuyo incumplimiento puede derivar en sanciones administrativas y obligaciones de indemnización a sus *Limited Partners*. Por este motivo, este tipo de cláusulas puede incluir tanto opciones de venta a precio de mercado como incluso ventas a un euro, sin perjuicio del derecho de la ECR de

<sup>22</sup> Este requerimiento del inversor puede responder al acuerdo referido a la adhesión de la compañía a estándares o certificaciones

en materia de sostenibilidad, o bien, ser un requerimiento independiente del propio inversor.

reclamar los daños y perjuicios y penalizaciones correspondientes.

#### 4. Conclusiones

Tal y como hemos podido ver, los procesos y los Contratos de M&A de las ECR y SGEIC están cambiando para adaptarse a las necesidades de desarrollo sostenible y, en especial, a los nuevos requisitos sobre sostenibilidad de normas como la SFDR, el RTS y el Reglamento 2020/852. Estos cambios son muy profundos y afectan a todos los aspectos del proceso de inversión, *holding period* y desinversión, incluida la documentación que sirve para formalizar las operaciones de M&A. El alcance de estos cambios se debe a que la normativa sobre sostenibilidad de la Unión Europea tiene un enfoque global, que afecta al ordenamiento jurídico en su generalidad, debido a que se está buscando un cambio en los valores y comportamientos de los gobiernos, empresas, inversores, gestores de activos y consumidores.

En relación con las operaciones de M&A, este nuevo paradigma afecta a cómo este tipo de operaciones se enfoca, desde sus fases más iniciales hasta su desinversión. Esto provoca importantes particularidades en los Contratos de M&A, para facilitar a las ECR y las SGEIC poder cumplir con sus obligaciones y, en especial, respecto de las referidas a la gestión de riesgos de sostenibilidad y de transparencia o *reporting*. Sin embargo, dichos contratos no sólo sirven de instrumento para garantizar el cumplimiento de obligaciones, también toman un papel relevante como elemento acreditativo del cumplimiento de los deberes fiduciarios de las SGEIC en materia de sostenibilidad y, en particular, respecto de la gestión de riesgos de sostenibilidad y la aplicación de criterios o factores de sostenibilidad.

Si bien las necesidades relacionadas con el desarrollo sostenible afectan a todas las operaciones de M&A, el impacto en las operaciones realizadas por participantes en los mercados financieros, donde se encuentran las ECR, es mayor que en operaciones donde este tipo de operadores no intervienen. Esto responde a que el foco del legislador europeo se ha centrado primero en las entidades del sector financiero, como principales canalizadores del ahorro e inversión, pero con la CSRD se producirá un acercamiento en el nivel de transparencia y *reporting* ESG de entidades no financieras con las entidades financieras. A pesar de ello, el sector financiero seguirá manteniendo particularidades relevantes en materia de

<sup>23</sup> Aunque una empresa industrial o comercial pueda estar sujeta a los deberes de *reporting* de la CSRD, las operaciones de M&A que pueda llevar a cabo no se condicionan, ni igual ni de forma equivalente, al régimen imperativo resultante de la política de inversión de una ECR o SGEIC.

<sup>24</sup> En la mayoría de las operaciones de M&A de empresas industriales o comerciales sin intervención de inversores profesionales como son las ECR, la gestión del *holding period* y de

sostenibilidad. El siguiente cuadro compara las principales distinciones en materia de sostenibilidad entre operaciones de M&A sin y con un ECR o SGEIC como parte del Contrato de M&A:

Tabla 1. Comparativa cambios ASG en M&A

	Sin intervención de ECR <i>(operaciones de M&amp;A por empresas industriales o comerciales)</i>	Con intervención de ECR/SGEIC <i>(operaciones de M&amp;A con al menos una ECR/SGEIC involucrada)</i>
<b>Selección</b>	Actividad y criterios ASG integrables (opcionalmente) <sup>23</sup>	Actividad dentro de la Política de Inversión (+estrategias ISR) obligatoria
<b>LOI</b>	Mención a la <i>due diligence</i> ASG	Mención a la <i>due diligence</i> ASG
<b>Due diligence</b>	Identificar Riesgos ASG con foco en indicadores de <i>reporting</i> (Memoria ASG e información no financiera)	(i) Identificar riesgos y criterios ASG, (ii) Verificar requisitos ASG mínimos, (iii) Recabar información para el plan de implementación ASG y (iv) Verificar que se podrá cumplir con el <i>reporting</i>
<b>SPA/IA (signing + closing)</b>	(i) R&W sobre riesgos y criterios ASG, (ii) Actividades excluidas y (iii) Condiciones previas	(i) R&W sobre riesgos y criterios ASG, (ii) Actividades excluidas, (iii) Condiciones previas, (iv) Derechos de información ASG, (v) Obligación permanencia ciertos cargos ASG y (vi) Derecho salida por riesgos ASG
<b>Post-closing</b>	Integración <i>reporting</i>	(i) Integración <i>reporting</i> y (ii) Primeros pasos del plan de implementación ASG
<b> Holding</b>	N/A <sup>24</sup>	(i) <i>Reporting</i> ASG, (ii) Plan de sostenibilidad y (iii) Asignación de fondos
<b>Desinversión</b>	N/A	(i) <i>Vendor due diligence</i> ASG (ii) Elegibilidad de la adquirente (iii) Compromiso de mantenimiento

En definitiva, los procesos referidos a las operaciones de M&A están cambiando sustancialmente con el fin de integrar aspectos no financieros, dando lugar a una nueva praxis profesional. Es decir, los procesos, políticas y actuaciones llevadas a cabo durante el proceso de inversión y desinversión, especialmente cuando estas son llevadas a cabo por operadores de capital riesgo, sujetos a importantes deberes de sostenibilidad, ya no sólo responden a una necesidad de obtención de retornos financieros, también a conocer, gestionar y publicar aspectos sobre sostenibilidad. Dichos aspectos de sostenibilidad, dependiendo de los requisitos y políticas aplicables al tipo de entidad de inversión, darán lugar, además, a mayores o menores deberes de gestión de criterios ASG, además de los riesgos de sostenibilidad.

Cuanto más criterios ASG deba aplicar la ECR y la SGEIC, mayor será la complejidad del proceso de M&A. Como consecuencia de la integración de criterios ASG, los Contratos de M&A se ven adaptados para reflejar esta evolución de la praxis profesional en el capital riesgo y, además, sirven como instrumento acreditativo del cumplimiento por parte de los gestores de activos (como las SGEIC), de su deber fiduciario, que debe contemplar los riesgos de sostenibilidad.

la desinversión no toma relevancia, pero ello no impide que en ciertos casos sí lo tenga (por ejemplo, en inversiones o *joint ventures* donde la empresa industrial o comercial tenga el objetivo de desinvertir tras determinado tiempo, en lugar de enfocar la inversión como una integración indefinida).



En relación con las operaciones de M&A, destaca el deber de gestionar los riesgos de sostenibilidad, la aplicación de los criterios de sostenibilidad y las obligaciones de transparencia o *reporting* sobre sostenibilidad, entre otras obligaciones expuestas en este artículo, que dan lugar a la incorporación de nuevas cláusulas y provisiones como respuesta a las nuevas obligaciones de sostenibilidad surgidas de la normativa. Entre dichas cláusulas y provisiones, el mayor impacto se observa en las obligaciones de identificar criterios ASG, recabar y facilitar la información referida a dichos criterios ASG, así como en el régimen de responsabilidad de las partes en materia de sostenibilidad.

## 5. Bibliografía

- Comisión Europea (2001): Libro Verde. Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas. Publicaciones UE 52001DC0366.
- ALBUQUERQUE, Rui A., KOSKINEN, Yrjö y ZHANG, Chendi (2019), *Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence*, en *Management Science* vol. 65.
- 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.ascrri.org](http://www.ascrri.org) (2020).
- 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 (2010), Sobre el significado de la responsabilidad social corporativa en las actividades de capital-riesgo, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 4/2010, págs. 23-42.
- FERNÁNDEZ IZQUIERDO, M<sup>a</sup> Ángeles (2011), La inversión socialmente responsable. Situación actual en España, en *Observatorio de Divulgación Financiera* nº11 [www.iefweb.org/odf](http://www.iefweb.org/odf).
- GARRIDO, Xosé (2018), Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración, en *Observatorio de Divulgación Financiera* nº38 [www.iefweb.org/odf](http://www.iefweb.org/odf).
- IGNACIO PEINADO, Juan (2019), 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* nº311/2019.
- LOZANO, Josep M<sup>a</sup>, ALBAREDA, Laura y BALAGUER, M<sup>a</sup> Rosario (2006), *Socially Responsible Investment in the Spanish Financial Market*, en *Journal of Business Ethics*, vol. 69, nº3.
- Mercer, *Demystifying Responsible investment performance*, en [www.unepfi.org](http://www.unepfi.org) (2007).
- Mercer, *Shedding Light on Responsible Investment: Approaches Returns and Investments*, en [www.mercer.com](http://www.mercer.com) (2009).
- Morningstar, *European Sustainable Funds Landscape*, Agosto 2019, en [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com).
- Novaster, Observatorio de la ISR en España 2015, en [www.novaster.net](http://www.novaster.net) (2015).
- PLANA PALUZIE, Àlex (2020), Origen, desarrollo y futuro de las inversiones socialmente responsables (ISR), *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 2/2020, págs. 39-58.
- RECONDO PORRÚA, Rodrigo y RECONDO ZABALA, Miguel, El mercado español de capital riesgo en 2021, en *Anuario de Capital Riesgo de 2021*, Instituto de Capital Riesgo (2022).
- Red Española del Pacto Mundial, *White Paper 1. Finanzas Sostenibles y Agenda 2030: invertir en la transformación del mundo*, en [www.pactomundial.org](http://www.pactomundial.org) (2020).
- SpainCap, Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión, Informe ASCRI 2022, Informe de actividad *Venture Capital & Private Equity* en España (2022).

## Sobre el autor

Àlex Plana Paluzie. Abogado en PwC Tax & Legal, experto en derecho mercantil y, en particular, en fusiones y adquisiciones (M&A), *corporate finance*, *private equity*, *venture capital*, modificaciones estructurales, mercado de valores y constitución de vehículos de inversión alternativa.

## Otras publicaciones ODF

May	2023	DT	El <i>direct lending</i> : Una alternativa creciente en la financiación a empresas	Albert Gumà Ramiro Lama Eloi Noya
Abr	2023	DT	Los mercados energéticos en España y Europa	Roger Medina Juidías
Mar	2023	DT	La tecnología cuantitativa de los roboadvisors	Gerard Albà Soler Arnau Vía Martínez-Seara
Ene	2023	DT	Business Angels: Creadores de Valor de impacto en el ecosistema emprendedor	Juan Álvarez de Lara
Dic	2022	DT	Las divisas digitales de los Bancos Centrales: En los albores de un sistema financiero digital	Fernando Rojas Traverso Francisco del Olmo García
Nov	2022	NT	Efectos de la tokenización de activos para los mercados financieros	Carlos de Fuenmayor
Oct	2022	NT	Comptabilitat per la sostenibilitat: Aplicació pràctica d'un ràting ESG	Josep Maria Caselles Jaume Gené Jordi Martí
Jul	2022	DT	Instrumentos financieros vinculados a la inflación y su uso para la cobertura de riesgos	Francisco José Alcalá Vicente
Jun	2022	DT	La descarbonización del sistema energético global. Enseñanzas de los escenarios del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático	José M <sup>a</sup> Martín-Moreno Jorge Blázquez
Mar	2022	DT	Crisis económica COVID'19: Elementos diferenciales. Una especial consideración a la política monetaria y su impacto en los mercados financieros	David Cano Martínez
Mar	2022	DT	Retos y oportunidades del estrés climático de la banca europea	Francisco del Olmo García y Fernando Rojas Traverso
Feb	2022	NT	Criptoactivos: un nuevo activo de inversión	Carlos de Fuenmayor
Dic	2021	DT	Bonos contingentes convertibles (Coco): de Basilea III a la transición sostenible	Arturo Zamarrigo Muñoz
Nov	2021	NT	Special Purpose Acquisition Company (SPAC)	Carlos de Fuenmayor
Oct	2021	DT	Sostenibilidad de la deuda: geometría y límites difusos	Daniel Suárez Montes
Set	2021	NT	Bonos Sociales: Financiando la equidad	Julián Romero Zarco
Set	2021	DT	El imprescindible papel de las agencias de <i>Rating</i> en el viraje hacia la sostenibilidad	Antonio Madera del Pozo
Jul	2021	NT	Measuring and targeting systemic cyclical risks – the Countercyclical Capital Buffer	Sofía Velasco
Jun	2021	NT	El Sandbox regulatori: ¿És una oportunitat d'apropar el sector al regulador mitjançant la digitalització?	Pablo Domenech
May	2021	DT	Comportament diferencial en mercats de capital d'empreses sostenibles. Una mirada a les empreses emissores de bons verds	Jorge Sanz González
Abr	2021	NT	Carteres òptims alternatives a la de mínima volatilitat de Markowitz	Laura Valls Sanchis
Feb	2021	DT	Megatendències i temàtiques en carteres de renda variable	David Cano y Francisco Lomba
Feb	2021	DT	Riscos relacionats amb el clima i mediambientals: una introducció a les expectatives supervisors i al risc	Arturo Fraile Izquierdo
Nov	2020	NT	Nuevos indicadores económicos para una nueva era	Diego Isabel La Moneda
Oct	2020	NT	Aspectos legales de las ISR a las entidades de capital de riesgo	Alex Plana Paluzie
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 <i>start-up</i> 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 <i>cross currency swaps</i>	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 <i>insights</i> puestos de manifiesto por la <i>behavioral economics</i> ?	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 <i>blockchain</i> 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 Luis 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 <i>fintech</i> . 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 <i>fundrasing</i> : 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 <sup>a</sup> 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 Churrua y Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación en 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 and 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 <sup>a</sup> 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 Scherk
Dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿Cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas y Marcelo Loporati
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

**Barcelona Centre Financer Europeu (BCFE)** és una associació d'entitats públiques i privades creada l'any 1991 que té com a objectiu consolidar Barcelona com a Centre Financer de referència impulsant tot tipus de serveis i activitats financeres que recolzin l'activitat econòmica de la ciutat i del seu hinterland empresarial.

El principal objectiu de Barcelona Centre Financer Europeu (BCFE) és impulsar la ciutat com a centre rellevant de serveis financers contribuent al progrés i evolució econòmics donant suport a la innovació i desenvolupament dels serveis i professionals mitjançant fòrums tècnics i proporcionant accés directe a experts, acadèmics, investigadors i reguladors d'última generació tant a nivell nacional com internacional.

A més, el creixement de les finances sostenibles, d'acord amb l'Agenda 2030 i els Objectius de Desenvolupament Sostenible, s'ha convertit en un objectiu crucial per a l'ecosistema financer de l'àrea de la ciutat de Barcelona. En aquest sentit, Barcelona Centre Financer Europeu (BCFE) té com a objectiu impulsar Barcelona com un centre rellevant de finances sostenibles, inversió i finançament sota criteris ASG, així com contribuir en els propòsits d'Europa i de les Nacions Unides per una transició ecològica i lluita contra el canvi climàtic a través del seu projecte primordial **Barcelona Centre Financer Europeu for Sustainability (BCFE4S)**.

*Barcelona Centre Financer Europeu for Sustainability (BCFE4S)*, que actua sota la personalitat jurídica de l'associació, és membre de la xarxa internacional **Financial Centres for Sustainability (FC4S)** del Programa de les Nacions Unides pel Desenvolupament (UNDP) des de finals del 2018, i actua com a centre per facilitar l'accés, tant a nivell nacional com internacional, a la informació relacionada amb les finances sostenibles, organitzar esdeveniments sobre temes rellevants i donar impuls a iniciatives i projectes de finançament sostenible desenvolupats a la regió.

Amb aquest objectiu *Barcelona Centre Financer Europeu for Sustainability (BCFE4S)* emprèn a finals del 2022 un nou projecte per impulsar la divulgació de les finances sostenibles nacionalment i internacionalment com a col·laborador de **l'Observatori de Divulgació Financera (ODF)** de **l'Institut d'Estudis Financers (IEF)**, conjuntament amb la **Fundació Caixa d'Enginyers**.

Altres publicacions ODF en les quals BCFE4S col·labora:

1	Dic	2022	NT	El papel del Sistema de Derechos de Emisión en la transición a la Neutralidad climática	Luis Antonio Galiano Bastarrica
2	Jul	2023	DT	Particularidades en las operaciones de M&A de las entidades de capital riesgo que aplican criterios ASG	Àlex Plana Paluzie

**Barcelona Centro Financiero Europeo (BCFE)** es una asociación de entidades públicas y privadas creada en 1991 que tiene como objetivo consolidar Barcelona como Centro Financiero de referencia impulsando todo tipo de servicios y actividades financieras que apoyen la actividad económica de la ciudad y de su hinterland empresarial.

El principal objetivo de Barcelona Centro Financiero Europeo (BCFE) es impulsar la ciudad como centro relevante de servicios financieros contribuyendo al progreso y evolución económicos apoyando la innovación y desarrollo de los servicios y profesionales mediante foros técnicos y proporcionando acceso directo a expertos, académicos, investigadores y reguladores de última generación tanto a nivel nacional como internacional.

Además, el crecimiento de las finanzas sostenibles, de acuerdo con la Agenda 2030 y los Objetivos de Desarrollo Sostenible, se ha convertido en un objetivo crucial para el ecosistema financiero del área de la ciudad de Barcelona. En este sentido, Barcelona Centro Financiero Europeo (BCFE) tiene como objetivo impulsar Barcelona como un centro relevante de finanzas sostenibles, inversión y financiación bajo criterios ASG, así como contribuir en los propósitos de Europa y Naciones Unidas por una transición ecológica y lucha contra el cambio climático a través de su proyecto primordial **Barcelona Centro Financiero Europeo for Sustainability** (BCFE4S).

*Barcelona Centro Financiero Europeo for Sustainability* (BCFE4S), que actúa bajo la personalidad jurídica de la asociación, es miembro de la red internacional **Financial Centres for Sustainability** (FC4S) del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (UNDP) desde finales de 2018, y actúa como centro para facilitar el acceso, tanto a nivel nacional como internacional, a la información relacionada con las finanzas sostenibles, organizar eventos sobre temas relevantes y dar impulso a iniciativas y proyectos de financiación sostenible desarrollados en la región.

Con este objetivo *Barcelona Centro Financiero Europeo for Sustainability* (BCFE4S) emprende a finales de 2022 un nuevo proyecto para impulsar la divulgación de las finanzas sostenibles nacional e internacionalmente como colaborador del **Observatorio de Divulgación Financiera** (ODF) del **Instituto de Estudios Financieros** (IEF), conjuntamente con la **Fundación Caja de Ingenieros**.

Otras publicaciones ODF en las que BCFE4S colabora:

1	Dic	2022	NT	El papel del Sistema de Derechos de Emisión en la transición a la Neutralidad climática	Luis Antonio Galiano Bastarrica
2	Jul	2023	DT	Particularidades en las operaciones de M&A de las entidades de capital riesgo que aplican criterios ASG	Àlex Plana Paluzie

**Barcelona European Financial Centre (BCFE)** is an association of public and private entities created in 1991 whose objective is to consolidate Barcelona as a reference Financial Centre promoting all kinds of financial services and activities that support the economic activity of the city and its business hinterland.

The main objective of the Barcelona European Financial Centre (BCFE) is to promote the city as a relevant centre of financial services, contributing to economic progress and evolution, supporting innovation and development of services and professionals through technical forums and providing direct access to experts, academics, researchers and state-of-the-art regulators both nationally and internationally.

In addition, the growth of sustainable finance, in accordance with the 2030 Agenda and the Sustainable Development Goals, has become a crucial objective for the financial ecosystem of the Barcelona city area. In this sense, the Barcelona European Financial Centre (BCFE) aims to promote Barcelona as a relevant centre for sustainable finance, investment and financing under ESG criteria, as well as contributing to the purposes of Europe and the United Nations for an ecological transition and the fight against climate change through its flagship project **Barcelona European Financial Centre for Sustainability (BCFE4S)**.

Barcelona European Financial Centre for Sustainability (BCFE4S), which acts under the legal personality of the association, is a member of the international network **Financial Centres for Sustainability (FC4S)** of the United Nations Development Program (UNDP) since the end of 2018, and acts as a centre to facilitate access, both nationally and internationally, to information related to sustainable finance, organize events on relevant topics and promote sustainable financing initiatives and projects developed in the region.

With this objective, the Barcelona European Financial Centre for Sustainability (BCFE4S) undertakes a new project at the end of 2022 to promote the dissemination of sustainable finance nationally and internationally as a collaborator of the **Financial Disclosure Observatory (FDO)** of the **Institute of Financial Studies (IEF)**, together with the **Fundación Caja de Ingenieros**.

Other FDO publications in which BCFE4S collaborates:

1	Dic	2022	NT	El papel del Sistema de Derechos de Emisión en la transición a la Neutralidad climática	Luis Antonio Galiano Bastarrica
2	Jul	2023	DT	Particularidades en las operaciones de M&A de las entidades de capital riesgo que aplican criterios ASG	Àlex Plana Paluzie