



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

John

Facultad de Ciencias Económicas de ICADE

**“INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE EN PRIVATE
EQUITY. INCORPORANDO LOS CRITERIOS ESG EN EL DÍA A
DÍA, EN RELACIÓN CON LOS STAKEHOLDERS, ANALIZANDO
LOS DIFERENTES MODELOS DE IMPACTO”**

TRABAJO FIN DE GRADO

Autor: Tomás Torremocha Gaytán de Ayala

Director: José Antonio Vega Vidal

MADRID | MAYO 2023

RESUMEN

Este trabajo de investigación analiza la integración de los criterios de inversión socialmente responsable (ISR) y los criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en la industria de Private Equity. La importancia de esta temática radica en la creciente relevancia de las consideraciones ESG y la ISR en las decisiones de inversión, así como en el impacto que estas pueden tener en el rendimiento y la sostenibilidad de las empresas.

El objetivo principal de este estudio es comprender en profundidad cómo se están incorporando los criterios ESG y la ISR en la industria de Private Equity y analizar las implicaciones de esta integración para las empresas y los inversores. Para ello, se ha utilizado un enfoque de investigación cualitativo que incluye el análisis de documentación pública y privada, entrevistas con expertos en la materia y revisión de la literatura académica y profesional.

Entre los principales resultados obtenidos, se destaca que la adopción de los criterios ESG y la ISR en la industria de Private Equity es aún incipiente, pero avanza con rapidez. Las regulaciones europeas e internacionales, junto con la creciente demanda de los inversores por prácticas de inversión sostenibles, están impulsando esta tendencia. Además, se ha observado que la integración de estos criterios no solo puede generar beneficios ambientales y sociales, sino también económicos. Las empresas que adoptan prácticas ESG y de ISR pueden mejorar su rendimiento financiero, reducir riesgos y aumentar su atractivo para los inversores.

Este estudio concluye destacando la necesidad de seguir avanzando en la incorporación de los criterios ESG e ISR en el Private Equity y propone diversas áreas para futuras líneas de investigación. Con este trabajo, se busca aportar tanto al campo académico como el empresarial, proporcionando una perspectiva actualizada y detallada de la situación del Private Equity en relación con la ISR y los criterios ESG.

Palabras clave: Inversión Socialmente Responsable, Criterios ESG, Private Equity, Integración, Stakeholders.

ABSTRACT

This research paper analyzes the integration of Socially Responsible Investment (SRI) criteria and Environmental, Social, and Governance (ESG) criteria in the Private Equity industry. The importance of this topic lies in the growing relevance of ESG considerations and SRI in investment decisions, as well as the impact these can have on company performance and sustainability.

The main objective of this study is to deeply understand how ESG criteria and SRI are being incorporated into the Private Equity industry and to analyze the implications of this integration for companies and investors. For this purpose, a qualitative research approach has been used, which includes the analysis of public and private documentation, interviews with subject matter experts, and a review of academic and professional literature.

Among the main results obtained, it is highlighted that the adoption of ESG criteria and SRI in the Private Equity industry is still in its infancy, but is rapidly advancing. European and international regulations, together with the growing demand from investors for sustainable investment practices, are driving this trend. Furthermore, it has been observed that the integration of these criteria can not only generate environmental and social benefits but also economic ones. Companies adopting ESG and SRI practices can improve their financial performance, reduce risks, and increase their appeal to investors.

This study concludes by highlighting the need to continue advancing the incorporation of ESG criteria and SRI in Private Equity and proposes various areas for future lines of research. With this work, it is sought to contribute both to the academic and business field, providing an updated and detailed perspective of the situation of Private Equity in relation to SRI and ESG criteria.

Keywords: Socially Responsible Investment, ESG, ESG Criteria, Private Equity, Integration, Stakeholders.

Índice de Contenidos

1. INTRODUCCIÓN	7
1.1. Propósito del trabajo	7
1.1. Hipótesis a valorar	7
1.2. Metodología	8
1.3. Justificación	10
1.4. Estructura del trabajo	11
2. EL SECTOR DEL PRIVATE EQUITY	13
2.1. Introducción al Private Equity	13
2.2. La propiedad de las inversiones	14
2.3. El atractivo de Private Equity como inversión	18
2.4. El Panorama del Private Equity en España	22
3. INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE	25
3.1. Definición de ISR	25
3.2. Diferencias entre ISR e inversión convencional.....	27
3.3. Razones para invertir de manera socialmente responsable	29
3.4. Desarrollo histórico de la ISR.....	35
3.5. Regulación	37
4. LOS CRITERIOS ESG	41
4.1. Criterios ESG: La base de la inversión sostenible	41
4.2. La evolución del ESG.....	43
5. LA INCORPORACIÓN DE ESG EN EL SECTOR DEL PRIVATE EQUITY	46
5.1. Factores clave de la inversión responsable	46
5.1.1. Cambios regulatorios en materia de sostenibilidad.....	46
5.1.2. Demandas de los inversores.....	47
5.1.3. Generación de valor y mitigación de riesgos	50
5.2. Integración en el modelo de negocio del Private Equity	52
5.2.1. Gestión interna del Private Equity	52
5.2.2. Captación de fondos.....	54
5.2.3. Ciclo de Inversión	56
5.2.4. Análisis cualitativo: La incorporación de factores ESG en el sector de inversión en Private Equity	59
6. RELACIÓN ENTRE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE (“ISR”) Y STAKEHOLDERS	62
6.1. Identificación y clasificación de los stakeholders de la ISR en Private Equity ..	62
6.2. Evaluación del impacto de la ISR en los stakeholders de Private Equity	63
6.3. Importancia de la comunicación con los stakeholders en Private Equity	65

7.	<i>CONCLUSIONES</i>	67
8.	<i>CONTRIBUCIONES</i>	69
9.	<i>LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN</i>	71
9.1.	Limitaciones	71
9.2.	Futuras Líneas de Investigación	71

ÍNDICE DE FIGURAS

<i>Figura I: Récord histórico en la inversión de Capital Privado en España</i>	18
<i>Figura II: Fondos levantados en EE.UU. en miles de millones de USD.....</i>	20
<i>Figura III: Evolución del volumen de inversión de PE en España y en número de operaciones</i>	22
<i>Figura IV: Inversión en middle market</i>	24
<i>Figura V: Evolución del índice MSCI World SRI vs MSCI World (USD)</i>	26
<i>Figura VI: Recaudación de fondos ESG del mercado privado europeo (en miles de millones de euros)</i>	30
<i>Figura VII: Potenciando decisiones de inversión.....</i>	31
<i>Figura VIII: Evolución del reparto por estrategia de los activos ESG gestionados por entidades nacionales.....</i>	33
<i>Figura IX: Evolución de la financiación sostenible</i>	35
<i>Figura X: Evolución del número de fondos nacionales e internacionales</i>	36
<i>Figura XI: Procedencia de los nuevos recursos para las entidades de PE y VC privadas españolas por tipo de inversor (LP) en 2022</i>	37
<i>Figura XII: Índice social MSCI KLD 400 frente al índice MSCI USA.....</i>	44
<i>Figura XIII: Crecimiento de inversión en ESG</i>	48
<i>Figura XIV: Formulario ESG Due Diligence Kibo Ventures.....</i>	53

ÍNDICE DE TABLAS

<i>Tabla I: Descripción de profesionales entrevistados</i>	59
--	-----------

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Propósito del trabajo

El propósito principal de este trabajo de investigación es analizar profundamente la intersección de la Inversión Socialmente Responsable (ISR) y los criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ESG) en la industria de Private Equity. En el contexto de una economía global cada vez más enfocada en la sostenibilidad, este estudio se ha centrado en entender cómo se están adoptando e integrando los criterios ESG y la ISR en las prácticas de Private Equity, y cuál es el impacto resultante tanto para las empresas como para los inversores.

Este estudio se ha esforzado por adoptar una perspectiva holística y multifacética, evaluando cómo la adopción de la ISR y los criterios ESG afectan a una amplia gama de actores, desde las empresas y los inversores, hasta las partes interesadas y la sociedad en general. El objetivo principal ha sido identificar los beneficios tangibles e intangibles de estas prácticas para los diferentes actores y determinar las mejores estrategias para maximizar estos beneficios.

Además de la teoría, este estudio ha puesto un énfasis considerable en la práctica real de la ISR y la integración de los criterios ESG en Private Equity. Se ha analizado una variedad de casos y modelos de empresas que han adoptado estas prácticas, proporcionando una visión en profundidad y comparativa de cómo se están implementando y los resultados obtenidos.

En última instancia, el propósito de este trabajo ha sido ofrecer una evaluación integral y práctica de la ISR y la adopción de los criterios ESG en la industria de Private Equity, proporcionando a la vez un valioso aporte a la literatura académica en el campo y perspectivas prácticas que pueden ser utilizadas por los profesionales de la industria.

1.1. Hipótesis a valorar

La industria del Private Equity, debido a su influencia y capacidad para transformar empresas, es un campo fértil para la adopción de prácticas de ISR, sirviendo como potencial catalizador para la sostenibilidad y el impacto social.

La ISR está evolucionando significativamente, distanciándose de la inversión convencional, impulsada por un cambio en las percepciones de los inversores y la sociedad, así como por la creciente evidencia de que las prácticas ESG añaden valor financiero y demandan una mayor transparencia y responsabilidad corporativa.

La adopción de criterios ESG en el Private Equity contribuye positivamente a la creación de valor y a la gestión de riesgos. Se hipotetiza que estas prácticas pueden mejorar el rendimiento financiero, reducir riesgos, impulsar la innovación y fortalecer la reputación y las relaciones con los stakeholders.

Los stakeholders juegan un papel crucial en la ISR en el Private Equity. Se supone que su influencia y reacciones a las prácticas ESG tienen un impacto significativo en las decisiones de inversión y en los resultados financieros y sociales de las empresas de la cartera.

Existen diferentes modelos de impacto en la ISR, y su efectividad puede variar dependiendo del contexto específico y las características de las empresas en cartera. Se espera que el análisis comparativo de estos modelos revele sus fortalezas y debilidades, proporcionando una comprensión más profunda de qué estrategias son más eficaces y por qué.

Los resultados de este estudio proporcionarán una base sólida para formular conclusiones y recomendaciones prácticas sobre la ISR en la industria de Private Equity, contribuyendo a la literatura académica existente y proporcionando orientación valiosa para los profesionales del sector que buscan implementar prácticas ESG en su trabajo.

1.2. Metodología

Para abordar el estudio de la inversión socialmente responsable en el Private Equity, este trabajo empleará un enfoque metodológico mixto, que combinará investigación cuantitativa y cualitativa con el objetivo de proporcionar una visión holística y exhaustiva sobre el tema.

En primer lugar, se llevará a cabo una revisión exhaustiva de la literatura existente, incluyendo la consulta de artículos científicos, documentos técnicos, informes sectoriales y estadísticas proporcionadas por organismos públicos y privados. Esta revisión permitirá una mejor comprensión del marco teórico de la inversión socialmente responsable en Private Equity, sus antecedentes, su evolución y su estado actual. A través de la revisión bibliográfica, se buscará también identificar las lagunas de conocimiento existentes y determinar en qué medida el presente trabajo puede contribuir a llenarlas.

En segundo lugar, complementando la revisión bibliográfica, se realizarán entrevistas semi-estructuradas a un conjunto de expertos en la materia. Estos pueden incluir inversores de Private Equity (General Partners), inversores en fondos de Private Equity (Limited Partners), académicos, consultores de ESG y otros actores relevantes en la inversión socialmente responsable. Las entrevistas proporcionarán una visión práctica y contemporánea de cómo se está implementando la inversión socialmente responsable en el sector del Private Equity, cómo se están integrando los criterios ESG en la práctica diaria y cuál es el impacto percibido sobre los stakeholders.

Más adelante, se seleccionarán y analizarán varios casos de estudio de empresas de Private Equity que hayan implementado estrategias de inversión socialmente responsable. A través de estos casos, se buscará entender en la práctica cómo se aplican los criterios ESG y cómo estos influyen en los resultados empresariales y en el impacto sobre los diferentes stakeholders.

Por último, las entrevistas y los casos de estudio proporcionarán datos que serán analizados utilizando técnicas de análisis cualitativo, como el análisis de contenido. Asimismo, se hará uso de herramientas estadísticas para el análisis de los datos cuantitativos recogidos a través de la revisión bibliográfica.

En resumen, la metodología de este trabajo se diseñó con el objetivo de proporcionar un enfoque amplio y riguroso que permita una comprensión completa de la inversión socialmente responsable en el ámbito del Private Equity.

1.3. Justificación

En la última década, el mundo de las finanzas y los negocios ha experimentado un cambio paradigmático hacia la inversión socialmente responsable, un modelo que no solo se centra en la rentabilidad financiera, sino también en el impacto ambiental, social y de gobernanza (ESG) de las empresas. Dentro de este escenario, el sector del Private Equity no ha sido una excepción y está incorporando, cada vez más, estos criterios ESG en sus estrategias y operaciones.

Esta integración de criterios ESG en el Private Equity se está realizando a través de varios medios, incluyendo regulación estatal, autorregulación del sector, esfuerzos de los gestores de fondos (GP) y los inversores (LP), y la creciente demanda de los inversores por inversiones responsables. La regulación estatal, como las políticas de la UE, exige transparencia en la gestión de riesgos y oportunidades ESG. Muchas empresas de Private Equity están adoptando proactivamente estos estándares, con algunos uniéndose a iniciativas como la UNPRI. Los GP y LP también están impulsando la adopción de estos criterios, con los LP solicitando consideraciones ESG en las inversiones y los GP integrando dichos criterios en sus procesos. Esta adopción está siendo impulsada además por una demanda creciente de inversiones rentables con impacto positivo. Sin embargo, el camino hacia la total integración ESG en el sector aún enfrenta desafíos, lo que hace esencial la realización de estudios que ayuden a entender su estado actual, identificar estrategias y analizar sus beneficios.

La justificación de este estudio radica, en primer lugar, en la relevancia creciente de este fenómeno. El papel de la inversión socialmente responsable en Private Equity ha ido ganando peso en el panorama global, por lo que es necesario un estudio pormenorizado que ayude a entender su desarrollo, sus retos y sus oportunidades.

Además, es vital comprender cómo estos criterios ESG se están integrando en el día a día de las empresas de Private Equity, lo que permitirá una visión más realista y práctica de la inversión socialmente responsable. No solo eso, sino que al analizar el impacto de estos criterios en diversos stakeholders (empleados, inversores, socios, proveedores y la sociedad en general), podremos aportar luz sobre las posibles implicaciones y beneficios que conlleva adoptar esta estrategia de inversión.

En segundo lugar, aunque se ha escrito mucho sobre la inversión socialmente responsable, hay una carencia de estudios específicos sobre su aplicación en el ámbito del Private Equity. Por lo tanto, este trabajo viene a llenar ese vacío, aportando una perspectiva única e importante al cuerpo de conocimiento existente.

Finalmente, este trabajo se justifica por su potencial impacto práctico. Los hallazgos de este estudio podrían ser de gran utilidad para los profesionales del sector del Private Equity, ayudándolos a entender mejor cómo pueden implementar y beneficiarse de las estrategias de inversión socialmente responsable. Además, la comparación de diferentes modelos de impacto puede servir como guía para la optimización de sus propias prácticas.

1.4. Estructura del trabajo

Este Trabajo de Fin de Grado se divide en seis secciones principales, cada una de ellas abordando un aspecto esencial de la Inversión Socialmente Responsable (ISR) en el sector de Private Equity.

En la primera sección, se establece el contexto del estudio, se proporciona un resumen detallado de la ISR y se explica su relevancia en el sector financiero. Asimismo, se aborda la integración de los criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ESG) en las estrategias de inversión y la gestión corporativa.

En la segunda sección, se analiza la intersección de la ISR y el Private Equity. Se proporciona una visión en profundidad de cómo la ISR puede adoptarse y aplicarse en el contexto del Private Equity y se exploran las posibles oportunidades y desafíos.

La tercera sección se centra en los stakeholders relevantes y su relación con la ISR en el sector de Private Equity. Se discute el impacto de las prácticas ESG en los stakeholders, incluyendo empleados, inversores, socios comerciales y la sociedad en general.

En la cuarta sección, se exploran diferentes modelos de impacto en la ISR. Se realiza un análisis comparativo de estos modelos, examinando sus fortalezas y debilidades, así como su eficacia en la creación de valor sostenible.

La quinta sección presenta un análisis detallado de los hallazgos de la investigación, incluyendo el efecto de las prácticas de ISR en la creación de valor en el sector de Private Equity. Se discuten las implicaciones prácticas de estos hallazgos y se proporcionan recomendaciones para los profesionales del sector.

Finalmente, la sexta y última sección del trabajo contiene las conclusiones del estudio. Se revisan los hallazgos clave, se analiza su relevancia para la práctica de la ISR en el Private Equity y se ofrecen reflexiones finales sobre el tema.

De esta manera, el trabajo ofrece una visión completa y multifacética de la ISR en el sector de Private Equity, desde su definición y relevancia hasta su implementación práctica y su impacto en los stakeholders.

2. EL SECTOR DEL PRIVATE EQUITY

2.1. Introducción al Private Equity

El capital privado, según *Invest Europe*, es una estrategia de inversión que se centra en adquirir y mantener participaciones en empresas que no cotizan en mercados públicos. Los gestores de estos fondos de inversión creen que al mantener la empresa en un entorno privado pueden focalizarse en realizar mejoras operativas y de largo plazo en el negocio, evitando las presiones de rendimiento a corto plazo que suelen caracterizar a los mercados de valores.

Los fondos de capital privado, que usualmente se mantienen en empresas durante periodos de tiempo medio a largo, proceden de diversas fuentes, entre las que se incluyen inversores institucionales como fondos de pensiones, aseguradoras y fondos soberanos, y también inversores privados. Los gestores de estos fondos participan activamente en la gestión de las empresas en las que han invertido, denominadas empresas de cartera.

En el momento oportuno, estos gestores venden las participaciones de sus fondos en las empresas, lo que puede generar considerables beneficios. Estos beneficios pueden beneficiar, entre otros, a los fondos de pensiones y las aseguradoras, impactando de manera positiva a los ciudadanos que dependen de estas instituciones, entre otros.

El Private Equity (“PE”) ha cobrado relevancia en el escenario financiero por su capacidad para proporcionar capital a empresas no cotizadas en busca de recursos para su crecimiento y desarrollo (Cumming et al., 2015). Su esencia radica en la adquisición de participaciones empresariales con un horizonte de inversión extendido, a menudo de una década o más, lo que facilita una colaboración intensiva con la dirección de las empresas para implementar mejoras y potenciar su rendimiento (Gompers & Lerner, 2001; Metrick & Yasuda, 2021).

Los inversores de PE no se limitan a proporcionar capital, sino que también asumen un papel activo en la gestión de la empresa. Esto conlleva el descubrimiento de oportunidades de crecimiento, optimización de la eficiencia y reducción de costes,

aspectos que, a largo plazo, redundan en beneficio de la empresa y el inversor (Bain & Company, 2020).

Además, la industria del PE destaca por su interés en empresas infravaloradas o con dificultades financieras. A través de la reestructuración, los inversores de PE pueden convertir estas empresas en entidades rentables, generando rendimientos significativos sobre su inversión (Bloom et al., 2018).

Aunque el PE juega un papel crucial en el ecosistema empresarial, también implica riesgos y desafíos. En este sentido, se señalan tres elementos clave, más comunes y significativos que enfrentan los fondos de PE: la volatilidad del mercado, la gestión de la deuda y la presión para generar retornos atractivos para los inversores.

La volatilidad del mercado afecta a todas las inversiones, pero en el caso del PE puede tener un impacto especialmente significativo debido a la duración de las inversiones y la falta de liquidez (Lerner & Schoar, 2005). La gestión de la deuda es otro elemento crucial, ya que las empresas de PE suelen utilizar deuda para financiar las adquisiciones, lo que puede aumentar el riesgo financiero si no se gestiona adecuadamente (Axelson et al., 2013). Finalmente, la presión para generar retornos atractivos puede llevar a los gestores de PE a tomar decisiones arriesgadas o a corto plazo, que pueden ser perjudiciales para la empresa a largo plazo (Acharya, Gottschalg, Hahn, & Kehoe, 2018).

2.2. La propiedad de las inversiones

El Private Equity es una forma de inversión que se puede describir como una apuesta estratégica en empresas privadas, a menudo en crecimiento o consolidadas, que se espera que generen rentabilidades superiores a largo plazo (Kaplan & Strömberg, 2009). Esta clase de inversión puede dividirse en varias categorías principales, cada una de las cuales abarca un tipo específico de transacción, generando un espectro de oportunidades para los inversores.

Primero, el Capital de expansión o desarrollo, también conocido como *Growth Capital*, con el objetivo de financiar el crecimiento de empresas ya rentables (Kaplan & Strömberg, 2009). Las inversiones de Capital de Expansión se centran en el aumento de activos fijos, la expansión de la gama de productos o la entrada en nuevos mercados. Estas inversiones son atractivas debido a su mayor volumen y menor incertidumbre, dada la existencia de datos históricos.

Por otro lado, las Operaciones apalancadas (*LBO*), implican la adquisición de empresas utilizando una proporción significativa de deuda, garantizada por los propios activos de la empresa adquirida (Gompers et al., 2015). Estas transacciones suelen centrarse en empresas con flujos de caja estables y suficientemente altos como para cubrir los costes asociados con la deuda, siendo un método que presenta un equilibrio entre riesgo y rentabilidad.

Siguiendo este camino, el Capital de sustitución (*Replacement*) es una forma de inversión que implica la adquisición de participaciones en empresas de propiedad familiar o empresas con divisiones no estratégicas en proceso de escisión (Cumming et al., 2006). Aquí, el objetivo principal es el desarrollo independiente de la empresa o división adquirida, ofreciendo oportunidades únicas para el crecimiento y la consolidación del negocio.

Finalmente, el Capital de reestructuración o reorientación, llamado también *Turnaround*, se dirige a empresas que necesitan un cambio importante en su modelo de negocio o estructura operativa (Altman, 2019). Los fondos se utilizan para implementar transformaciones profundas, necesarias para la supervivencia y el crecimiento a largo plazo de la empresa, proporcionando así una vía para la recuperación y el eventual éxito de empresas en dificultades.

Estas categorías de inversión son las piedras angulares del Private Equity, cada una ofreciendo un conjunto único de oportunidades y desafíos. Ahora, en comparación con otras formas de inversión, el Private Equity ofrece beneficios únicos que pueden ser atractivos para los inversores (Strömberg, 2008).

Uno de los beneficios más notables es el nivel de control y compromiso que los inversores de Private Equity tienen con la gestión de la empresa. A diferencia de la inversión en bolsa, donde los inversores tienen poco o ningún control sobre la gestión de la empresa, en el Private Equity los inversores suelen tener una gran influencia en las decisiones estratégicas de la empresa. Esto se logra adquiriendo participaciones significativas o mayoritarias en empresas privadas, lo que permite a los inversores trabajar estrechamente con la dirección de la empresa para implementar cambios y mejoras estratégicas (Strömberg, 2008).

Además, un beneficio adicional es la diversificación que proporciona la inversión en Private Equity. Los inversores pueden diversificar sus carteras al invertir en empresas de diferentes sectores y etapas de crecimiento. Esta diversificación puede ayudar a mitigar los riesgos asociados con una inversión individual, proporcionando así un balance para la cartera del inversor.

A su vez, la transparencia es otro beneficio asociado a la inversión en Private Equity. Los inversores suelen tener acceso a información detallada sobre las empresas en las que invierten, incluyendo sus finanzas, estrategias y planes de crecimiento (Gompers et al., 2015). Este nivel de acceso puede permitir a los inversores tomar decisiones de inversión más informadas y trabajar de manera más efectiva con los equipos de gestión de las empresas en las que invierten.

Sin embargo, a pesar de los beneficios mencionados, la inversión en Private Equity también conlleva una serie de riesgos que deben ser cuidadosamente considerados antes de invertir. Estos incluyen, la falta de liquidez es una preocupación importante (Harris et al., 2013). En el Private Equity, los inversores suelen estar vinculados a sus inversiones durante un periodo de tiempo considerable, sin tener la posibilidad de vender sus participaciones en el mercado secundario.

No obstante, el riesgo de fracaso empresarial es alto, especialmente cuando muchas de las empresas en las que invierten los fondos de Private Equity son empresas emergentes

o están en etapas tempranas de desarrollo (Hochberg et al., 2014). Esto significa que existe un mayor riesgo de fracaso empresarial, lo que puede resultar en la pérdida de la inversión. A diferencia de la inversión en bolsa, las empresas no cotizadas tienen un menor nivel de transparencia y pueden tener una mayor exposición a riesgos específicos, como la dependencia de un solo cliente o proveedor, problemas en la gestión de la cadena de suministro, cambios regulatorios, entre otros.

También existe el riesgo de que los gestores del fondo no sean efectivos en la selección de empresas, la diversificación adecuada, la realización de inversiones y en la gestión de la cartera, lo que puede resultar en retornos inferiores a los esperados (Gompers et al., 2015). En muchos casos, los gestores de fondos tienen mucha influencia sobre la gestión y los resultados de las empresas en las que invierten.

A su vez, existe el riesgo de que el fondo de Private Equity no alcance su objetivo de rendimiento. Los inversores suelen invertir en fondos de Private Equity con la expectativa de obtener un rendimiento superior al de otras formas de inversión. Sin embargo, puede haber una brecha significativa entre las expectativas de los inversores y los resultados reales (Harris et al., 2013).

Finalmente, los costos asociados con la inversión en Private Equity pueden ser significativos y pueden reducir el rendimiento de la inversión (Harris et al., 2013). Esto se debe a que los fondos de Private Equity suelen tener altas comisiones de gestión. También tener en cuenta que estos riesgos son inherentes a la naturaleza de la inversión en Private Equity, pero también hay beneficios potenciales que pueden compensar estos riesgos.

Comparado con otras formas de inversión, el Private Equity tiene características únicas. Por ejemplo, a diferencia de la inversión en bolsa, la inversión en Private Equity implica un mayor grado de control sobre la gestión de la empresa, lo que puede aumentar el potencial de creación de valor (Lerner et al., 2014). Aunque esto también conlleva un mayor nivel de riesgo. En comparación con la inversión en Real Estate, la inversión en

Private Equity tiene una mayor incertidumbre en términos de momento ("vintage") y precio de venta de la inversión (Chung et al., 2010).

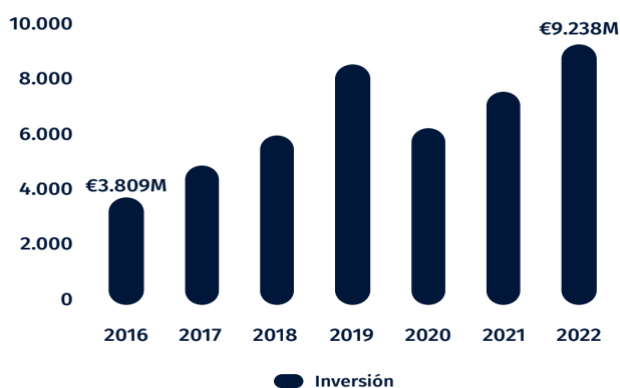
En resumen, el Private Equity representa una forma única y diversa de inversión, con una serie de beneficios y riesgos asociados. Al entender la naturaleza de estas inversiones, los inversores pueden tomar decisiones más informadas y estratégicas para maximizar sus retornos. A pesar de los desafíos, el Private Equity sigue siendo una herramienta importante en el arsenal de los inversores modernos.

2.3. El atractivo de Private Equity como inversión

El Private Equity ("PE") ha ganado un lugar destacado en el mundo de las inversiones, desvelándose como una alternativa atractiva para los inversores dada una combinación de factores críticos que convergen en esta modalidad.

En los últimos años, este tipo de inversión ha ido captando cada vez más atención. Si observamos el siguiente gráfico, podemos apreciar el crecimiento sostenido que está experimentando el PE a nivel global y, en particular, en España. La cantidad de inversiones efectuadas por PE tanto internacionales como nacionales no ha dejado de crecer, mostrando su resiliencia incluso frente a crisis globales, como la pandemia del COVID-19.

Figura I: Récord histórico en la inversión de Capital Privado en España



Fuente: SPAINCAP/webcapitalriesgo

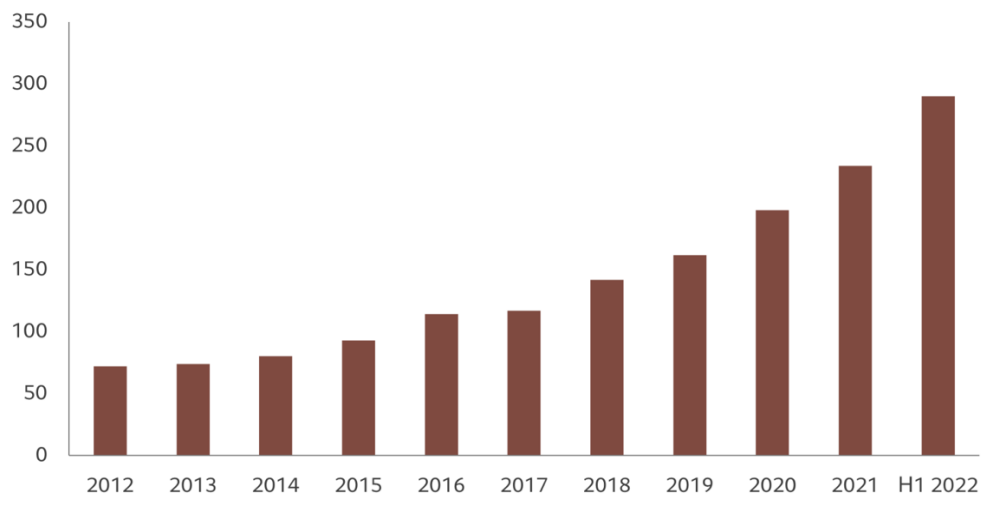
1. Potencial de altas rentabilidades: Los fondos de PE, al enfocarse en empresas en etapas tempranas o de crecimiento, buscan maximizar el retorno sobre la inversión. La capacidad del PE para producir rendimientos atractivos a largo plazo, incluso en tiempos de incertidumbre económica, ha sido demostrada consistentemente al superar la rentabilidad de otros activos de inversión alternativos (Kaplan & Schoar, 2005). Como ejemplificación de esta alta rentabilidad, cabe citar la inversión realizada por Carlyle en Ortho-Clinical Diagnostics en 2021, la cual generó una tasa interna de retorno (TIR) del 16,5% (Carlyle, 2022).
2. Control y participación activa en la gestión: A diferencia de otras formas de inversión, donde los inversores pueden tener poca influencia en la dirección estratégica de la empresa, el PE permite a los inversores ejercer un mayor control y participar de manera más activa en la gestión (Cumming et al., 2007). Este hecho se ilustra en la inversión de KKR en BMC Software en 2013, donde los inversores de PE demostraron un papel activo en la reorientación de la estrategia empresarial antes de la salida a bolsa de la compañía. "En este entorno de tecnologías de información en constante cambio que se está volviendo cada vez más complejo, las empresas que ayudan a simplificar y administrar esta infraestructura esencial para sus clientes empresariales desempeñan un papel cada vez más importante", aseguró el jefe de la división TMC de KKR, Herald Chen (Renta4, 2018).
3. Diversificación: La inversión en PE puede ayudar a diversificar una cartera al no estar correlacionada con activos tradicionales como la renta fija o variable (Harris et al., 2013). La inversión de Advent International en Prisma Medios de Pago es un ejemplo de cómo los inversores pueden reducir el riesgo y aumentar las posibilidades de obtener altas rentabilidades a través de la inversión en empresas no correlacionadas con los mercados financieros tradicionales (Advent International, 2019).
4. Alineación de intereses: En PE, los gestores de fondos suelen tener una participación significativa en las empresas en las que invierten. Esta alineación de

intereses puede incentivar la generación de valor a través de una gestión más activa o de reestructuración financiera (Phalippou, 2008). Un ejemplo de esto es la inversión de Apollo Global Management en la cadena de restaurantes Chuck E. Cheese, donde Apollo pudo mejorar la experiencia del cliente y reducir los costos operativos, dando como resultado un aumento en el valor de la empresa y un retorno significativo en la inversión (Apollo Global Management, 2019).

En cuanto a las tendencias actuales en la inversión en PE, pueden identificarse varias:

1. Mayor inversión en tecnología: Se observa que los fondos de PE están invirtiendo cada vez más en empresas de tecnología y empresas disruptivas en otros sectores. Esto se debe a que estas empresas tienen un alto potencial de crecimiento y ofrecen oportunidades de rentabilidad significativas. Vista Equity Partners es un ejemplo de ello, con su enfoque especializado en inversiones en empresas de software y tecnología. Han invertido en varias empresas líderes en el sector, como *Datto*, *Infoblox* y *Ping Identify*, lo que les ha permitido obtener importantes ganancias a largo plazo (Vista Equity Partners, 2023).

Figura II: Fondos levantados en EE.UU. en miles de millones de USD



Fuente: PitchBook-NVCA Venture Monitor. Datos del periodo comprendido entre el 01/01/2012 y el 30/06/2022.

Según Stanislas Chanavat, gestor de inversión temática, es crucial destacar que existe una gran cantidad de capital dispuesto a apoyar y estimular el crecimiento e innovación de las

empresas privadas de tecnología. En EEUU únicamente, se anticipa que las compañías de capital de riesgo invertirán más de 290.000 millones de dólares (ver Figura I). Para aquellos inversores con un profundo conocimiento de los mercados privados, el sector tecnológico brinda oportunidades atrayentes.

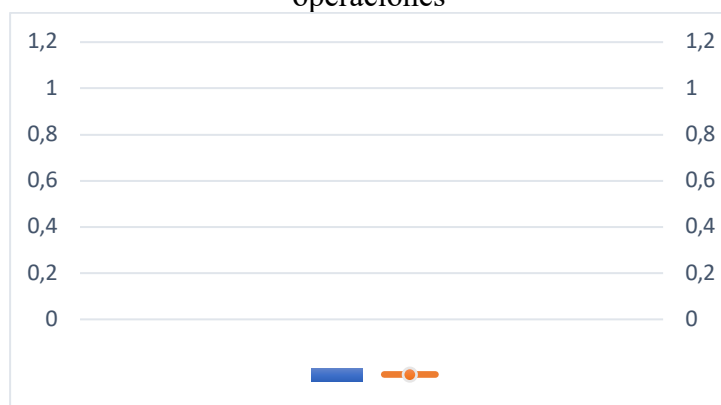
2. Mayor interés en empresas sostenibles: Paralelo al aumento de la conciencia social sobre la importancia de la sostenibilidad, el PE también está reorientando sus inversiones hacia empresas con impacto social y ambiental positivo (Brest & Born, 2013). Un ejemplo de esto es Bridges Fund Management, que se centra en inversiones con impacto social y ambiental positivo. Han invertido en empresas como *The Gym Group*, que ofrece gimnasios de bajo costo y accesibles para la comunidad, y en empresas de energía renovable como *GEV Wind Power* (Bridges Fund Management, 2023).
3. Crecimiento en los mercados emergentes: Los fondos de PE están incrementando su presencia en mercados emergentes, como Asia y América Latina. Estos mercados ofrecen oportunidades de crecimiento y rentabilidad significativas debido al aumento de la clase media y al crecimiento económico generalizado. Advent International, con inversiones en empresas de diversos sectores en países emergentes como Brasil con *Cetip* o China con *LBS Higiene*, es una muestra de esta tendencia, lo que les ha permitido obtener importantes ganancias a largo plazo (Advent International, 2023).

En síntesis, el PE se ha consolidado como una alternativa de inversión atractiva, gracias a su capacidad para proporcionar altas rentabilidades, permitir un control y participación activa en la gestión, brindar oportunidades de diversificación y alinear los intereses de gestores y propietarios. Además, las tendencias actuales en la inversión en PE, que se inclinan hacia las empresas de tecnología, empresas sostenibles y mercados emergentes, representan oportunidades significativas para el crecimiento y el retorno sobre la inversión.

2.4. El Panorama del Private Equity en España

La industria del Private Equity (“PE”) en España ha experimentado una evolución destacada en los últimos años, transformándose en un sector de gran atractivo para inversores, tanto locales como internacionales. Según las estimaciones iniciales de SpainCap, la asociación que agrupa a las entidades de capital riesgo en España, el volumen de inversión en PE en 2022 alcanzó alrededor de los €7.113 M a través de 181 inversiones, representando un incremento del 15% en comparación con el año anterior (SpainCap, 2023). Este crecimiento ha sido impulsado en gran medida por la actividad en el mercado de fusiones y adquisiciones (M&A), lo que resalta el creciente interés en el mercado español de PE.

Figura III: Evolución del volumen de inversión de PE en España y en número de operaciones



Fuente: *Elaboración propia a partir del Informe de SpainCap 2023*

Los patrones de inversión en PE en España han evolucionado a lo largo de los años, reflejando cambios en el ecosistema de inversión. Tradicionalmente, el mercado de PE en España ha estado dominado por inversores internacionales, pero se ha observado una tendencia creciente hacia una mayor presencia de inversores nacionales. Además, ha habido un cambio significativo en las características de las empresas objetivo de inversión, con un aumento en la inversión en pequeñas y medianas empresas (PYMES), especialmente en sectores emergentes como la tecnología y las energías renovables.

Estos cambios reflejan una diversificación en la estrategia de inversión de los fondos de PE, que anteriormente se centraban en empresas de tamaño mediano a grande en sectores tradicionales como la industria manufacturera, los servicios financieros y el sector inmobiliario. La creciente inversión en PYMES y en sectores emergentes se debe en gran medida a su potencial de crecimiento y rentabilidad, lo que alinea las inversiones con las tendencias globales de PE.

El apoyo del gobierno también ha jugado un papel clave en el crecimiento de la industria de PE en España. Con leyes e iniciativas nuevas como la Ley de Emprendedores y Startups aprobada el pasado diciembre del 23, el gobierno ha proporcionado incentivos fiscales y de inversión a los inversores de Startups y entre ellos PE (Autónomos y emprendedores, 2023). Estos incentivos, que incluyen reducciones de impuestos sobre los beneficios obtenidos y deducciones en el impuesto sobre la renta, han mejorado el atractivo de invertir en empresas españolas y sobre todo la retención de talento que estaba sufriendo desde el estallido de la crisis del coronavirus.

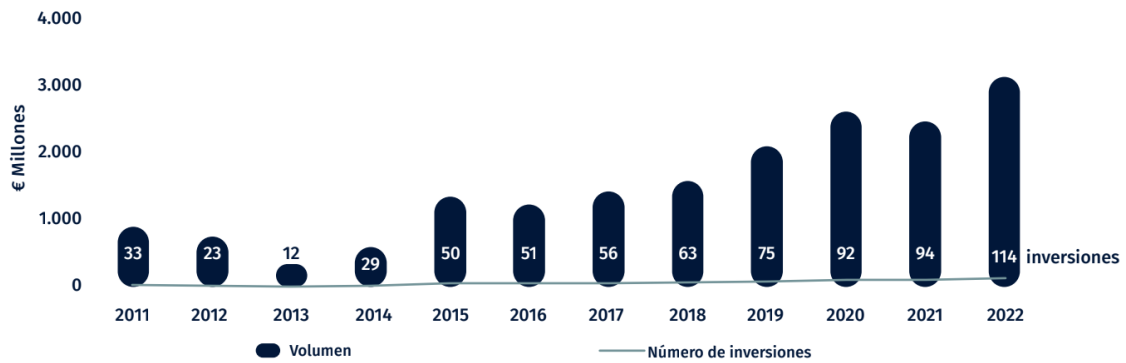
Además, el entorno económico de España, caracterizado por su crecimiento constante y fuerte actividad empresarial, contribuye al atractivo del mercado de PE. Con una ubicación geográfica estratégica, una infraestructura bien desarrollada, y una población altamente cualificada y diversa, España es un mercado atractivo para las empresas que buscan expandirse (Guide to business in Spain, 2022).

No obstante, el mercado español de PE también presenta desafíos, como la competencia entre inversores por las empresas de calidad, lo que puede conducir a precios inflados y a una menor rentabilidad. Además, las regulaciones y políticas gubernamentales cambiantes pueden generar incertidumbre y complejidad en el mercado.

Entre las principales firmas de inversión en PE en España destacan Alantra Private Equity, Black Toro Capital, Portobello Capital, Corpfin Capital y Magnum Industrial Partners, cada una con enfoques y estrategias de inversión distintas. Alantra Private Equity, por ejemplo, se centra en inversiones en empresas españolas y portuguesas con un valor empresarial de hasta 150 millones de euros (Alantra, 2023). Black Toro Capital,

por su parte, se especializa en la inversión en empresas de tamaño medio con alto potencial de crecimiento y rentabilidad (Linkedin, 2023).

Figura IV: Inversión en middle market



Fuente: SPAINCAP/webcapitalriesgo

Como se puede observar en la figura IV, el middle market español en 2022 experimentó un récord histórico con un volumen de inversión de 3.088 millones de euros, en 114 inversiones. Este crecimiento estuvo impulsado por una fuerte demanda de inversores y un creciente interés de fondos internacionales en empresas medianas. Estos fondos desempeñaron un papel líder, invirtiendo 2.033,7 millones de euros en 68 inversiones, evidenciando una constante apuesta por el crecimiento y la expansión de las empresas en este segmento (SpainCap, 2023).

En resumen, la industria del PE en España ha experimentado un crecimiento significativo en los últimos años, impulsada por la actividad en M&A, el interés creciente de los inversores, la diversificación de la inversión y el apoyo gubernamental. A pesar de los desafíos y riesgos, el mercado español de PE sigue siendo atractivo para los inversores debido a su diversidad de sectores, su amplia gama de oportunidades de inversión y el apoyo gubernamental.

3. INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

3.1. Definición de ISR

La ISR no solo tiene como objetivo generar rendimientos financieros, sino también impulsar el desarrollo sostenible y la Responsabilidad Social Empresarial (RSE) en las empresas en las que se invierte. Esta modalidad de inversión enfatiza la necesidad de que las empresas tengan un efecto benéfico en la sociedad y el medio ambiente, cumpliendo con ciertos estándares sociales, ambientales y de gobierno corporativo (ESG por sus siglas en inglés) (Carroll & Shabana, 2010).

Diferente a las inversiones tradicionales, cuyo objetivo principal es maximizar la rentabilidad financiera, la ISR aspira a generar un impacto social y ambiental positivo a través de la inversión. En lugar de centrarse únicamente en los beneficios, la ISR pone énfasis en fomentar prácticas empresariales responsables y sostenibles y en propiciar un cambio positivo en la sociedad y el medio ambiente.

A su vez, las características distintivas de la ISR son sus principios éticos y valores, los criterios ESG, la rigurosa selección de empresas, el diálogo con las empresas y la medición del impacto. Los principios éticos y valores están en el centro de la toma de decisiones de inversión, mientras que los criterios ESG son herramientas clave para evaluar el desempeño de las empresas (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014).

En cuanto a los elementos de la ISR, se consideran los criterios Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo. Esencialmente, se evalúa la gestión de las empresas en relación con su impacto ambiental, su relación con los trabajadores, los clientes, las comunidades locales, así como su estructura de gobierno, ética empresarial y responsabilidad ante los accionistas.

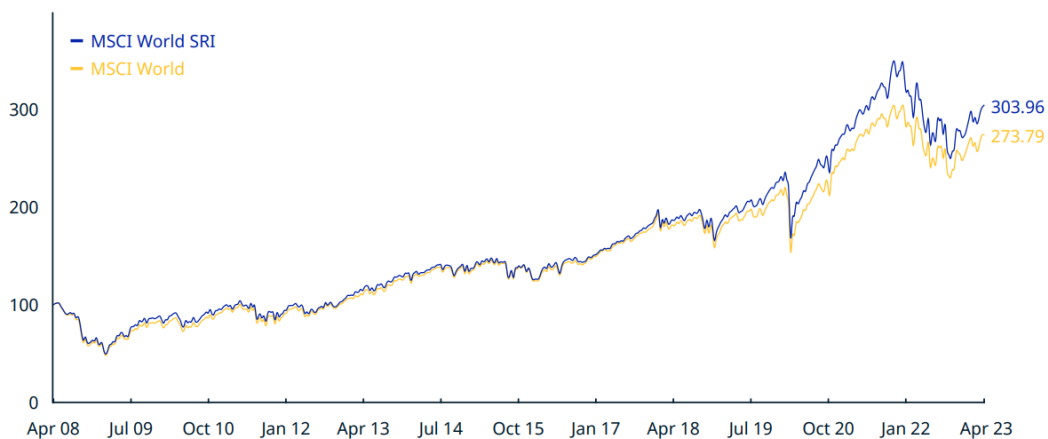
La ISR utiliza diferentes enfoques y estrategias, desde el enfoque basado en valores, que se centra en invertir en empresas que comparten los mismos valores que el inversor, hasta el enfoque basado en la integración de criterios ESG, que se centra en invertir en empresas que consideran los factores ESG en su toma de decisiones (Deloitte, 2021).

Las estrategias utilizadas en la ISR incluyen la exclusión, la selección positiva y la participación activa. Por ejemplo, la exclusión implica eliminar ciertos sectores o empresas de la cartera de inversión, mientras que la selección positiva se basa en seleccionar empresas que tienen un desempeño superior en términos de criterios ESG (CE/R+S, 2019).

La tendencia creciente de la ISR se refleja en empresas como Patagonia y Ben & Jerry's, que han implementado prácticas sostenibles y promovido la justicia social. Además, fondos de inversión como BlackRock y Triodos Bank también están aplicando la ISR, utilizando criterios ESG para seleccionar sus inversiones.

Es importante destacar que la ISR no implica necesariamente sacrificar los rendimientos financieros. Diversos estudios han demostrado que las inversiones socialmente responsables pueden ser tan rentables como las inversiones tradicionales. Por ejemplo, el índice MSCI World SRI ha superado al índice MSCI World en varias ocasiones en los últimos años (ver figura 4).

Figura V: Evolución del índice MSCI World SRI vs MSCI World (USD)



Fuente: Informe MSCI World SRI

Este índice, que utiliza la ponderación por capitalización, permite a los inversores acceder a empresas con calificaciones destacadas en términos ESG, al tiempo que excluye aquellas empresas cuyos productos generan impactos negativos en el ámbito social o ambiental. MSCI ha diseñado este índice con el propósito de servir como una referencia

diversificada para aquellos inversores que buscan realizar Inversiones Socialmente Responsables (ISR), compuesto por empresas con perfiles sólidos de sostenibilidad y evitando aquellas empresas que no se ajustan a los criterios de valores.

Sin embargo, aún existen retos en el desarrollo y adopción de la ISR. Algunos de estos retos incluyen la falta de información y transparencia en cuanto a las prácticas de RSE de las empresas, la falta de homogeneidad en los criterios y estándares ESG, y la necesidad de mayor educación y concientización acerca de la ISR (PWC, 2021).

Además, algunos críticos argumentan que el rol de las empresas es maximizar los beneficios para los accionistas, y que el enfoque en la RSE puede desviar recursos que podrían utilizarse para generar mayores rendimientos financieros. Sin embargo, esta visión es cada vez menos común, y existe un consenso creciente de que las empresas tienen una responsabilidad más amplia hacia la sociedad y el medio ambiente (Argandoña, 2021).

Finalmente, la ISR no es un remedio y no todas las inversiones que se etiquetan como "socialmente responsables" cumplen realmente con los criterios ESG. Por lo tanto, es importante que los inversores sean críticos y hagan su propia investigación antes de invertir.

3.2. Diferencias entre ISR e inversión convencional

En el vasto universo de las inversiones, encontramos una amplia gama de enfoques y estrategias, dos de las cuales incluyen el camino tradicional y el camino de la Inversión Socialmente Responsable (ISR). Estos dos enfoques -la inversión tradicional y la ISR- son formas de inyectar dinero en el mercado financiero, pero los valores y principios que los guían son fundamentalmente diferentes.

Entonces, ¿qué hace que estos dos caminos sean tan diferentes?

1. Enfoque ESG: La atención que la ISR presta a los criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ESG). Cuando uno elige invertir de forma socialmente responsable, está buscando empresas que estén haciendo el bien en el mundo. No se trata sólo de ganar dinero, sino de tener un impacto positivo. Por el contrario, la inversión convencional, se concentra principalmente en la rentabilidad, sin dar mucha importancia a cómo se obtiene ese beneficio (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014).
2. Evaluación del rendimiento: En segundo lugar, la forma de medir el éxito también es diferente. En la ISR, el rendimiento no se mide únicamente en términos monetarios. También se tiene en cuenta el impacto social y ambiental de las inversiones (Louche, Arenas, & Van Cranenburgh, 2012). En cambio, la inversión tradicional sólo se preocupa por maximizar los rendimientos financieros, para sus shareholders. De ahí solo queda la benevolencia individual del propietario para mejorar la sociedad.
3. Percepción del riesgo y el retorno: Por último, pero no menos importante, está la cuestión del riesgo y el retorno. En la inversión convencional, el objetivo es maximizar el retorno financiero, y el riesgo se mide principalmente en términos de volatilidad del mercado y fluctuaciones de precios. Pero en la ISR, el riesgo también se evalúa en términos de factores ESG (Friede, Busch, & Bassen, 2015). Esto significa que los inversores de ISR pueden estar dispuestos a aceptar menores retornos financieros si la empresa en la que invierten está haciendo un bien mayor en el mundo.

La inversión convencional podría llevarnos a invertir en empresas de petróleo y gas, de tabaco o de armas. Aunque estas empresas pueden ser rentables, su historial de contaminación ambiental y violaciones de los derechos humanos puede ser problemático (Friedman & Miles, 2002).

Por otro lado, la ISR podría llevarnos a invertir en empresas de energías renovables, empresas sociales y empresas que promueven prácticas laborales justas. Estas empresas

tienen un historial de prácticas comerciales éticas y sostenibles. Aunque las empresas pueden no generar tanto dinero como las grandes petroleras, aun así están teniendo un impacto positivo en la sociedad y el medioambiente, y eso cuenta en la ecuación de la ISR (Busch, Bauer, & Orlitzky, 2016).

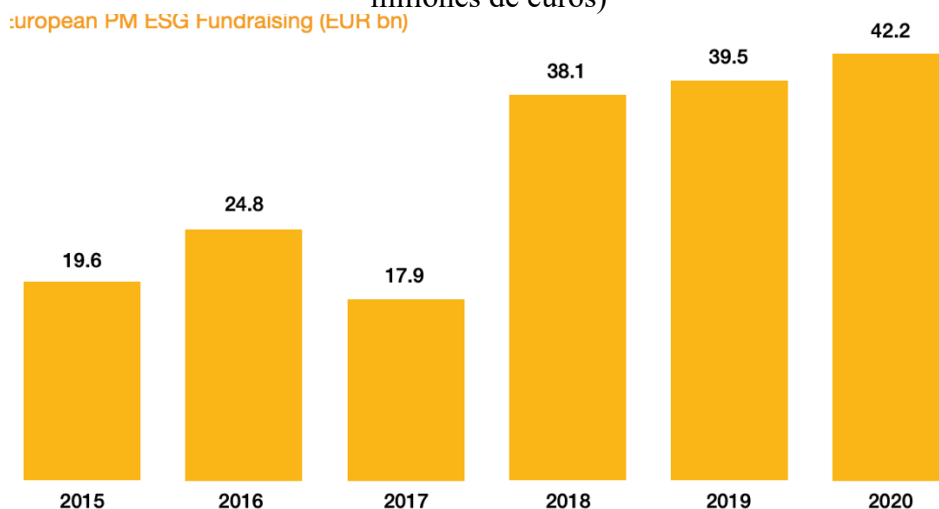
En conclusión, la ISR y la inversión convencional son dos enfoques diferentes para invertir en el mercado financiero. La ISR se centra en invertir en empresas que cumplen con ciertos criterios ESG y evalúan el rendimiento en términos financieros y no financieros, mientras que la inversión convencional se centra en maximizar los beneficios financieros sin tener en cuenta los impactos sociales o ambientales y evaluar el rendimiento únicamente en términos financieros. Además, la ISR busca minimizar los riesgos sociales y ambientales, así como los riesgos financieros, mientras que la inversión convencional se centra principalmente en términos de volatilidad del mercado y fluctuaciones de precios, en otras palabras, en maximizar los retornos financieros, incluso si esto implica asumir mayores riesgos.

3.3. Razones para invertir de manera socialmente responsable

Mirándolo desde la perspectiva de las finanzas y del Private Equity, la Inversión Socialmente Responsable (ISR) se presenta como un factor potente que está cambiando la dirección en la que se mueve el dinero. Según un estudio de la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA, 2020), la ISR representa una cuota cada vez mayor del universo de inversión global. Adicionalmente, el informe de 2021 del PwC Global AWM Research subraya una tendencia ascendente de los socios limitados (LP) en su predilección por las inversiones ESG. Esta tendencia es patente en la ampliación de los fondos obtenidos por los fondos ESG de mercados privados (PM, por sus siglas en inglés) en Europa en los últimos años. A pesar de que el ritmo de recaudación de capital en los mercados privados europeos ha avanzado a un paso más gradual durante los últimos cuatro años, los fondos ESG de PM han demostrado su resiliencia, acumulando 119,8 mil millones de euros entre 2018 y 2020. Este total es prácticamente el doble si lo comparamos con los 62,2 mil millones de euros obtenidos en el periodo trianual anterior. Incluso frente a la incertidumbre y la volatilidad provocadas por la pandemia, los LP

continuaron respaldando las inversiones ESG, que marcaron un hito histórico de 42,2 mil millones de euros en 2020. Para ilustrar estas tendencias, a continuación, se presentará un gráfico del PwC Global AWM Research Centre titulado "European PM ESG Fundraising (EUR bn)" en lugar del gráfico anterior de la GSIA.

Figura VI: Recaudación de fondos ESG del mercado privado europeo (en miles de millones de euros)



Fuente: PwC Global AWM Market Research Centre, Preqin

La ISR posibilita que los inversores armonicen sus decisiones financieras con sus valores éticos y principios, lo que resulta en un profundo sentido de cumplimiento personal. Aquellos que se preocupan por cuestiones como la sostenibilidad, la igualdad de género y los derechos humanos, encuentran en la ISR una forma efectiva de plasmar sus valores en sus carteras de inversión (Riedl & Smeets, 2017).

Además, la literatura académica sugiere que la ISR puede mejorar el rendimiento financiero a largo plazo (Friede, Busch, & Bassen, 2020). Las empresas que incorporan prácticas sostenibles tienden a tener una gestión de riesgos más robusta, lo que puede resultar en una rentabilidad superior a largo plazo y reducir la probabilidad de controversias o escándalos que puedan impactar negativamente su valor de mercado.

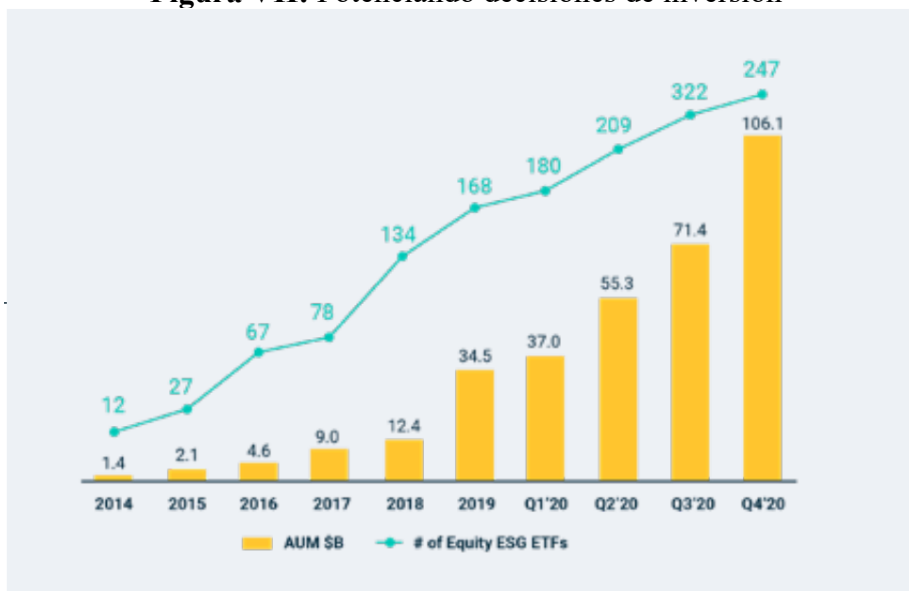
La ISR también puede actuar como un catalizador para el cambio positivo en las empresas y en la sociedad en general. A través de sus inversiones, los inversores pueden influir en las decisiones corporativas y fomentar cambios en la forma de hacer negocios. Un

ejemplo concreto es el de la empresa Unilever que, debido a su compromiso con la sostenibilidad y la responsabilidad social, ha sido capaz de atraer inversiones responsables y a su vez, ha logrado generar un impacto positivo en la sociedad (Unilever, 2023).

Además, las empresas que se adhieren a los principios de la ISR tienden a ser más conscientes de su impacto ambiental, reducen su huella de carbono y minimizan los efectos adversos de sus operaciones en las comunidades locales. Por ejemplo, Patagonia, una empresa de ropa al aire libre, invierte en prácticas respetuosas con el medio ambiente y en la mejora de las condiciones laborales de sus trabajadores (Muñoz Vita, 2019).

La ISR también puede también propiciar un cambio cultural en la sociedad. Conforme más inversores adoptan la ISR, las empresas se ven incentivadas para aumentar su responsabilidad social y ambiental, lo que puede resultar en una cultura empresarial más sostenible (Sol, 2021). Esta tendencia se refleja claramente en el siguiente gráfico, el cual evidencia que no solo está habiendo un cambio cultural en las empresas, sino también en la forma en que los fondos de inversión están dirigiendo sus activos hacia inversiones sostenibles.

Figura VII: Potenciando decisiones de inversión



Fuente: Informe MSCI. ESG Investing

Un ejemplo de fondo que se alinea con los principios de la ISR es el Invesco Solar ETF. Este fondo, adopta estrategias ESG en sus procesos de inversión. De este modo, adaptan su enfoque a cada tipo de activo y colaboran con las compañías en las que invierten. Por ejemplo, tienen un enfoque en el sector de la energía solar, invierte en empresas que se esfuerzan por promover la diversidad y la igualdad de género (Invesco, 2023).

El crecimiento de la ISR también ha creado nuevas oportunidades de mercado. Las empresas pueden atraer a un grupo diverso de inversores que buscan comprometer su capital con empresas socialmente responsables. Estos inversores van desde fondos de pensiones hasta inversores individuales (GSIA, 2020).

Además, las empresas pueden diferenciarse a través de su compromiso con la sostenibilidad y la responsabilidad social y medioambiental. Esta diferenciación puede traducirse en mayores ventas y beneficios, así como en una mejor reputación y lealtad del cliente (Cajiga, 2023).

La ISR también puede proporcionar una serie de oportunidades para los inversores, como la diversificación de sus carteras de inversión. Al invertir en empresas socialmente responsables, los inversores pueden minimizar el riesgo de reputación y legal, ya que estas empresas suelen tener mejores prácticas de gobernanza (Capital riesgo, 2020).

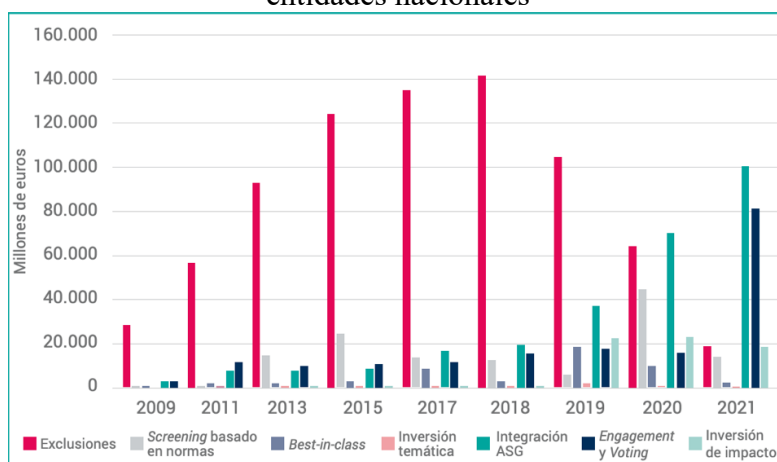
Además, las empresas socialmente responsables suelen adoptar una visión a largo plazo y una estrategia de negocio sólida, lo que puede resultar en un mayor rendimiento financiero. Esta observación se refleja en las palabras de Miguel Zurita, Managing Partner y Chair of ESG Committee en AltamarCAM. En sus declaraciones, señala que “la relación entre los criterios ESG y los rendimientos de las inversiones es un tema de debate en el sector de los activos privados. AltamarCAM ha realizado un análisis preliminar con el objetivo de investigar si existe una correlación entre las puntuaciones ESG y los rendimientos financieros de los fondos subyacentes de su cartera. Aunque no encontraron una correlación lineal significativa, la conclusión fue que un buen desempeño en términos ESG no afecta negativamente a las rentabilidades. Por ende, siempre que sea posible, cumpliendo con sus obligaciones fiduciarias, intentarán generar las mejores

rentabilidades de una manera que sea coherente con las políticas ESG más consistentes”. Esta declaración de Zurita reafirma la importancia de las inversiones socialmente responsables y su potencial impacto en los rendimientos financieros (AltamarCAM, 2023).

La demanda de inversiones socialmente responsables está prevista que continúe creciendo. Además, es probable que veamos un aumento en la regulación en torno a la ISR. Por ejemplo, la Comisión Europea ha propuesto una regulación que requeriría que las empresas informen sobre su impacto ambiental y social (Comisión Europea, 2021).

Los inversores institucionales, como los fondos de pensiones, seguirán siendo un motor importante de crecimiento para la ISR. Por ejemplo, AP4 y KLP son dos entidades que están liderando la transformación hacia las inversiones sostenibles. AP4 ha establecido la meta de tener un 100% de sus inversiones en activos alineados con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU para 2025 (AP4, 2023). De igual manera, KLP ha establecido la meta de duplicar su inversión en energías renovables, en un esfuerzo por contribuir a la transición hacia una economía de cero emisiones (KLP, 2023). Ambas entidades son claros ejemplos de cómo los inversores institucionales pueden influir significativamente en la dirección del mercado hacia la ISR, y son una prueba de la importancia que la sostenibilidad está adquiriendo en el ámbito financiero.

Figura VIII: Evolución del reparto por estrategia de los activos ESG gestionados por entidades nacionales



Fuente: Estudio de Spainsif. “La inversión sostenible responsable en España 2022”

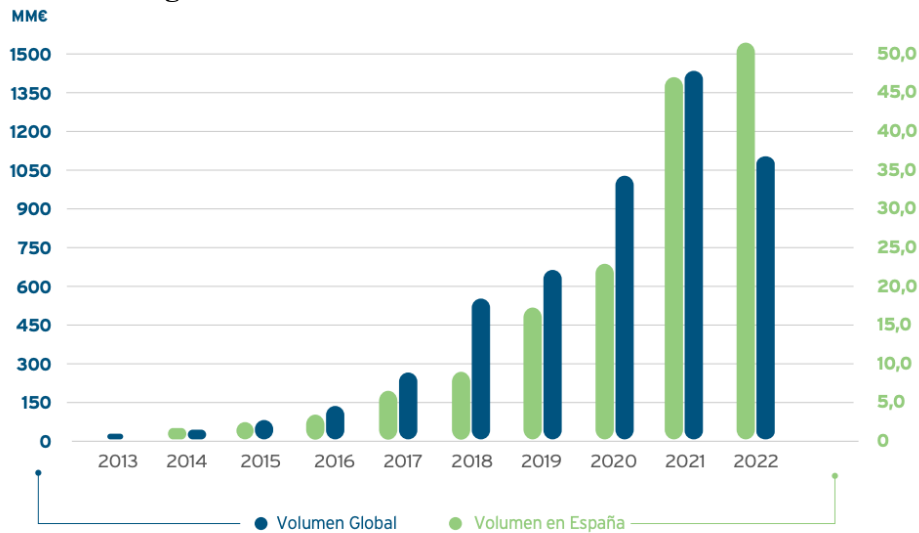
Como podemos observar en la figura VII, Por segundo año consecutivo, los criterios ESG dominan como la principal estrategia de inversión sostenible en España, acumulando 100.139 millones de euros en 2021. Este crecimiento se debe tanto a un favorable marco regulatorio que impulsa la inclusión de criterios ASG en las carteras, como al avance del mercado español hacia una mayor sostenibilidad y adopción de estrategias avanzadas en este campo.

Otra oportunidad de mercado importante es la creciente necesidad de financiación para proyectos sostenibles. A medida que los gobiernos de todo el mundo se comprometen a reducir las emisiones de gases de efecto invernadero y avanzar hacia la neutralidad de carbono, habrá una mayor demanda de financiación para proyectos de energía renovable, transporte sostenible, edificios eficientes en energía y otras iniciativas sostenibles. Los inversores que pueden proporcionar esta financiación, ya sea a través de bonos verdes, préstamos sostenibles u otros productos financieros, tendrán una gran oportunidad de inversión en el mercado de la ISR.

En cuanto a las oportunidades de mercado, se espera que la demanda de productos y servicios de ISR continúe creciendo, lo que ofrece oportunidades para inversores y empresas. El mercado de bonos verdes, por ejemplo, tuvo un fuerte crecimiento en 2021, con emisiones que se duplicaron hasta los \$621 mil millones, acumulando un total de más de \$1.8 billones desde su inicio en 2007. Estos bonos, cuyo propósito es financiar actividades que beneficien al medio ambiente, son más populares en Europa, que emitió \$308 mil millones en 2021. Sin embargo, Asia es la región de crecimiento más rápido, aumentando su participación en las emisiones totales del 14% al 24% en 2021 (BloombergNEF, 2022).

Finalmente, la creciente necesidad de financiación para proyectos sostenibles presenta una gran oportunidad de inversión en el mercado de la ISR. Los inversores que pueden proporcionar esta financiación, ya sea a través de bonos verdes, préstamos sostenibles u otros productos financieros, tendrán una gran oportunidad de inversión en el mercado de la ISR (BloombergNEF, 2022).

Figura IX: Evolución de la financiación sostenible



Fuente: Informe anual Ofiso, Environmental Finance e ING

En resumen, las tendencias en la ISR apuntan a un crecimiento continuo de la demanda de productos y servicios de inversión socialmente responsables. La creciente conciencia pública sobre los problemas ambientales, sociales y de gobierno corporativo está impulsando esta demanda, así como los cambios en las actitudes y valores de los inversores. Los inversores y empresas que pueden ofrecer soluciones de inversión sostenibles y responsables tienen la oportunidad de capitalizar estas tendencias y aprovechar las oportunidades de mercado en la ISR.

3.4. Desarrollo histórico de la ISR

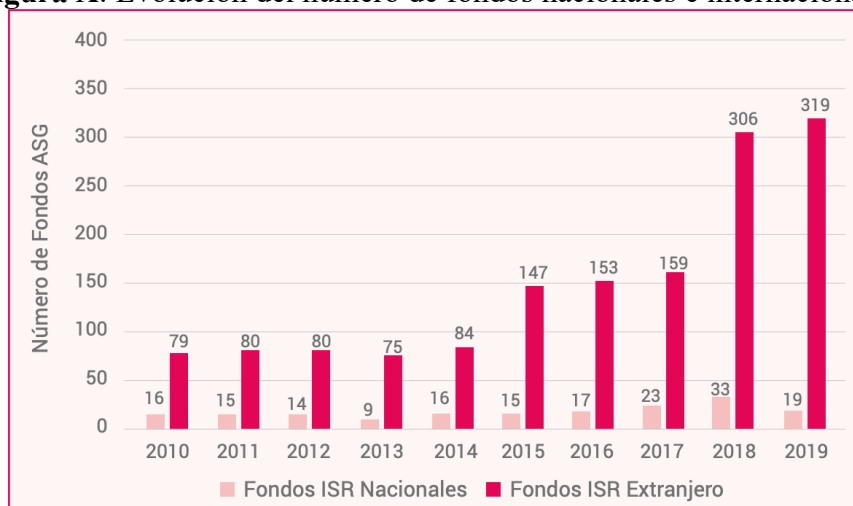
El desarrollo histórico de la Inversión Socialmente Responsable (ISR) es un proceso que ha ido evolucionando con el paso de los años. Su origen se encuentra en las enseñanzas religiosas de la Edad Media, cuando los preceptos éticos y morales regían el manejo de las finanzas personales (Sparkes & Cowton, 2004). Sin embargo, la ISR tal y como la conocemos en la actualidad, tiene sus raíces en Estados Unidos en la década de los 60, y surgió como una respuesta a los crecientes retos sociales, como la igualdad de derechos civiles y la guerra de Vietnam (Viviers & Eccles, 2012).

En cuanto al Private Equity, la ISR comenzó a cobrar importancia en la década de los 80, marcando un hito importante en su historia. Los inversores empezaron a considerar los

factores ESG en sus decisiones de inversión, un cambio motivado por la demanda de los inversores y mejores expectativas de rentabilidad (Geczy, Stambaugh, & Levin, 2005).

Otro hito crucial en la historia de la ISR fue la creación del primer fondo de inversión socialmente responsable, el Pax World Fund, en 1971. Este fondo rompió con la tendencia al evitar las inversiones en empresas asociadas con la guerra de Vietnam (Viviers & Eccles, 2012). Posteriormente, la década del 90 vio un aumento significativo en el movimiento de la ISR, con la introducción de las primeras pautas y la creación de índices de inversión sostenibles, como el Dow Jones Sustainability Index en 1999 (Schueth, 2003).

Figura X: Evolución del número de fondos nacionales e internacionales



Fuente: Plataforma de fondos ASG de Spainsif al 31 de diciembre del 2019 (evolutivo).

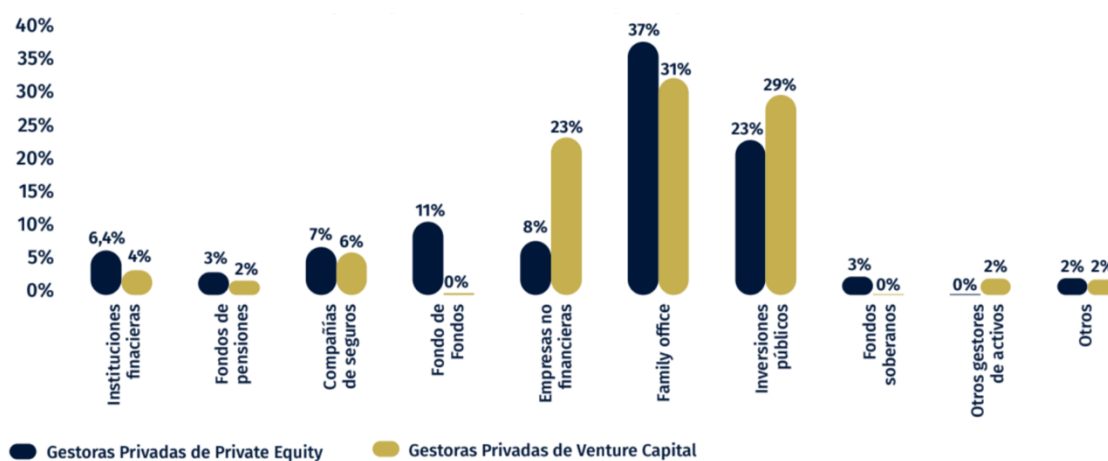
Un hito muy significativo fue la creación de los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas (UNPRI) en 2006. Estos principios proporcionaron un marco para la integración de los factores ESG en las decisiones de inversión y han sido adoptados por muchos fondos de private equity, incluyendo KKR, Carlyle y Blackstone.

La ética y la responsabilidad social son dos pilares fundamentales que han impulsado la evolución de la ISR. Los inversores han empezado a reconocer que sus decisiones de inversión tienen un impacto directo en la sociedad y el medio ambiente, y están buscando formas de alinear sus inversiones con sus valores éticos (Renneboog, Ter Horst, & Zhang, 2008). Un estudio de la Harvard Business School encontró que las empresas de Private

Equity que adoptan prácticas de ISR pueden mejorar su reputación, reducir el riesgo y aumentar el valor a largo plazo (Gompers, Mukharlyamov, & Xuan, 2016).

Dentro del contexto del Private Equity, los inversores institucionales, como los family office, han desempeñado un papel importante en la promoción de la ISR. Estos inversores han presionado a los gestores de fondos de Private Equity para que adopten prácticas de ISR y proporcionen informes detallados sobre su desempeño en cuestiones ESG (Cavaco & Crifo, 2014).

Figura XI: Procedencia de los nuevos recursos para las entidades de PE y VC privadas españolas por tipo de inversor (LP) en 2022



Fuente: SPAINCAP/webcapitalriesgo

En resumen, la ISR ha evolucionado significativamente, desde sus orígenes religiosos hasta convertirse en un pilar fundamental en las decisiones de inversión. De manera similar, el Private Equity ha seguido un camino comparable, con inversores y empresas cada vez más enfocados en cuestiones éticas y de responsabilidad social.

3.5. Regulación

La creciente conciencia sobre las implicaciones ESG han transformado la forma en que los mercados financieros y las empresas perciben y evalúan las inversiones. Con el incremento de las inversiones sostenibles, los reguladores financieros han respondido en consecuencia, aunque con diferencias en el enfoque y el grado de regulación entre las

regiones, destacando la Unión Europea, los Estados Unidos y el Reino Unido, aunque cada uno ha adoptado enfoques distintos.

La Unión Europea, en su compromiso de alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas, estableció el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR). Este reglamento enfatiza en la transparencia y requiere que las empresas revelen cómo sus inversiones impactan al medio ambiente y a la sociedad, con la finalidad de proporcionar a los inversores información clara y precisa.

El SFDR se divide en diferentes artículos, entre los que destacan el 6, el 8 y el 9, que se centran en diferentes aspectos de las inversiones sostenibles. Estos artículos son fundamentales para entender cómo el SFDR promueve la transparencia y responsabilidad en las inversiones sostenibles.

- El artículo 6 establece que todas las empresas deberán incorporar en sus procesos de toma de decisiones los riesgos de sostenibilidad y revelar cómo esos riesgos podrían impactar el valor de la inversión.
- El artículo 8 se aplica a los productos financieros que promueven, entre otros objetivos, características medioambientales o sociales, siempre que las empresas no perjudiquen dichos objetivos y sigan las buenas prácticas de gobernanza.
- Por su parte, el artículo 9 se refiere a los productos que tienen como objetivo una inversión sostenible.

La actualización en la regulación empezó en julio 2022 dándose a conocer la versión definitiva de las Normas Técnicas de Regulación (RTS) bajo la forma del Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 de la Comisión.

A su vez, el Parlamento de la UE adoptó y el Consejo Europeo aprobó la Directiva de Informes de Sostenibilidad Corporativa (CSRD), que se hizo efectiva a partir del 5/1/23. Se ha establecido un plazo de 18 meses para que los Estados miembros implementen la CSRD.

Por último, la Comisión Europea aceptó la propuesta de una Directiva de Diligencia Debida en Sostenibilidad Corporativa (CSDD). Esta iniciativa tiene como propósito abordar temas relacionados con los derechos humanos y laborales dentro de las cadenas de valor empresariales.

En contraposición, Estados Unidos no ha adoptado una regulación de alcance similar, aunque hay ciertos esfuerzos para implementar medidas de sostenibilidad. El regulador americano (SEC) está considerando requerimientos más rigurosos en cuanto a la divulgación de las inversiones sostenibles.

Los tres nuevos conjuntos de reglas que ha propuesto la SEC son: la “Propuesta de regla de nombres” tiene como finalidad prevenir la adopción de nombres de fondos que puedan resultar equívocos o engañosos. Segundo, la. “Mejora y estandarización de las divulgaciones relacionadas con el clima para los inversores” que obliga a las empresas, a reportar sobre los riesgos climáticos que pueden influir de manera significativa en el valor de su negocio (algo que ofrecen compañías como Mitiga Solutions, empresa española salida del Super Computing Center de Barcelona y recientemente invertida en Kibo Ventures, Microsoft Climate Innovation Fund y Nationwide Ventures). Y por último, la “Propuesta de estrategia ESG” que busca fomentar una información homogénea, comparable y confiable para los inversores acerca de la integración de factores ESG en los productos financieros. Este último conjunto de reglas no se aplica a todos los participantes del mercado financiero que comercializan productos en USA, en contraste con su equivalente en la UE, el SFDR (MJ Hudson, 2023).

Por otro lado, el Reino Unido ha adoptado un camino ligeramente diferente tras su salida de la Unión Europea, con la introducción de los Requisitos de Divulgación Financiera Sostenible de la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). Estos son similares a los de la UE, pero otorgan a las empresas más autonomía para definir qué constituye una actividad sostenible, proporcionando una mayor flexibilidad.

En octubre de 2022 se dio a conocer el documento consultivo CP22/20, referente a los Requisitos de Divulgación de Sostenibilidad (SDR) y las denominaciones de inversión.

Dicho documento propone normativas para perfeccionar las denominaciones de sostenibilidad en los productos de inversión, y establecer limitaciones en la utilización de términos como 'ESG', 'verde' o 'sostenible', con la finalidad de combatir el greenwashing en el mercado.

Estas diferencias regulatorias representan un desafío para las empresas multinacionales que deben operar en varios entornos regulatorios. Sin embargo, también ofrecen la oportunidad de impulsar la innovación y la mejora en las prácticas de inversión sostenible a nivel mundial. Mientras la UE ha adoptado un enfoque más prescriptivo y detallado, EE. UU. y el Reino Unido han optado por un enfoque más flexible y basado en principios.

El objetivo común que todas estas jurisdicciones persiguen es incrementar la transparencia para los inversores y promover inversiones más sostenibles. Aunque existan diferencias en su enfoque, es evidente que la regulación financiera se está encaminando hacia la integración de la sostenibilidad y la protección climática en las decisiones financieras. En este contexto, la compleja normativa ESG puede parecer desalentadora. Sin embargo, hay esfuerzos globales en curso para asegurar la coherencia, precisión y transparencia de los requisitos de divulgación. De ahí que resulte esencial mantenerse totalmente actualizado y bien informado.

4. LOS CRITERIOS ESG

4.1. Criterios ESG: La base de la inversión sostenible

Los criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) ha venido ganando importancia en el ámbito de la inversión en las últimas décadas. La Inversión Socialmente Responsable (ISR), y en particular el Private Equity, buscan integrar estos criterios en el quehacer cotidiano de las empresas con el objetivo de maximizar los beneficios financieros, al tiempo que genera un impacto positivo en la sociedad y en el medio ambiente (Clark, Feiner, & Viehs, 2015).

Los criterios ESG hacen referencia a un conjunto de factores medioambientales, sociales y de gobernanza que las empresas deben tener en cuenta a la hora de tomar decisiones de inversión. Estos criterios buscan evaluar el rendimiento de una empresa en términos de su impacto medioambiental, sus prácticas laborales, su relación con los stakeholders y su gobierno corporativo. Integrar los criterios ESG implica considerar no solo los aspectos financieros, sino también los impactos sociales y medioambientales de las actividades de la empresa (Friede, Busch, & Bassen, 2015).

Es importante destacar que los criterios ESG no son estáticos y pueden variar dependiendo de la industria y del contexto. Existen diferentes marcos y estándares que ayudan a definir y medir estos criterios, como los Principios para la Inversión Responsable de las Naciones Unidas (UNPRI), la Global Reporting Initiative (GRI) y las Directrices de la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), entre otros. Estas herramientas proporcionan orientación y métricas para evaluar el rendimiento de las empresas en términos de ESG.

Los criterios ESG se agrupan en tres dimensiones: medioambiental, social y de gobernanza.

1. *Medioambiental (E)*: Se centran en evaluar el impacto de una empresa en el medio ambiente. Esto puede incluir aspectos como la gestión de los recursos naturales, la eficiencia energética, las emisiones de gases de efecto invernadero, la

contaminación del agua y del aire, la conservación de la biodiversidad, la gestión de residuos y el cambio climático (Clarkson, Li, Richardson, & Vasvari, 2008). Por ejemplo, una empresa de Private Equity que invierte en proyectos de energías renovables está considerando los criterios ESG en la dimensión medioambiental. Al fomentar la generación de energía limpia, la empresa contribuye a la reducción de las emisiones de carbono y promueve la transición hacia una economía más sostenible.

2. *Social (S)*: Se refieren a los aspectos relacionados con el impacto de una empresa en la sociedad y las relaciones con los grupos de interés. Esto puede incluir prácticas laborales justas, diversidad e inclusión, seguridad y salud en el trabajo, derechos humanos, relaciones con la comunidad, compromiso con los consumidores y protección de la privacidad de los datos (Capelle-Blancard & Monjon, 2012). Por ejemplo, una empresa de Private Equity que invierte en compañías que promueven la diversidad de género y la igualdad salarial está considerando los criterios ESG en la dimensión social. Al respaldar empresas que implementan políticas de inclusión y equidad, se fomenta un entorno laboral positivo y se contribuye a la reducción de las brechas de género en el ámbito empresarial.

3. *Gobernanza (G)*: Se centran en evaluar cómo se gestiona y se controla una empresa. Esto incluye aspectos como la estructura de gobierno corporativo, la transparencia en la divulgación de información financiera, la independencia de los consejeros, la gestión de riesgos, los conflictos de interés y la ética empresarial (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014). Por ejemplo, una empresa de Private Equity que invierte en empresas con una sólida estructura de gobierno corporativo y políticas anticorrupción está considerando los criterios ESG en la dimensión de gobernanza. Al respaldar empresas con prácticas transparentes y éticas, se promueve la confianza de los inversores y se minimiza el riesgo de conflictos de interés y malas prácticas empresariales.

La inversión socialmente responsable en Private Equity implica la consideración de criterios ESG en el día a día de las empresas. Los criterios ESG se definen como factores medioambientales, sociales y de gobernanza que evalúan el rendimiento de una empresa en términos de su impacto en la sociedad y el medio ambiente. Estos criterios se agrupan en tres dimensiones: medioambiental, social y de gobernanza. Al integrar los criterios ESG en la toma de decisiones de inversión, se busca generar un impacto positivo en empleados, inversores, socios, proveedores y la sociedad en general (Clark, Feiner, & Viehs, 2015).

4.2. La evolución del ESG

El desarrollo y adopción de los criterios ESG ha atravesado una transformación considerable desde sus inicios, en los años 60 y 70, hasta su consolidación en la década de los 90 con el lanzamiento del primer índice de inversión socialmente responsable por KLD Research & Analytics (MSCI, 2020). Este hito marcó el comienzo de una evolución constante en la percepción de las inversiones responsables, que ha llevado a la comunidad financiera global a adoptar más de 1500 índices y 268 ETF ESG hasta 2020 (MSCI, 2020).

Esta evolución ha sido impulsada por movimientos sociales y ambientales que subrayaron la necesidad de una mayor responsabilidad corporativa, promoviendo la integración de consideraciones ESG en la evaluación de desempeño de las empresas (Eccles et al., 2014). En respuesta a esta demanda, organismos como la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC) iniciaron la divulgación de impactos sociales y ambientales a través del informe anual 10-K en la década de 1970 (Renneboog et al., 2008).

Para superar la dificultad de comparar el desempeño ESG debido a la falta de estándares, se fundó el Global Reporting Initiative (GRI) en 1997 (KPMG, 2017). Esta organización independiente desarrolló un marco de informes de sostenibilidad, permitiendo a las empresas medir y comunicar su desempeño ESG de manera más coherente y transparente. Esta tendencia se afianzó aún más en 2006, cuando las Naciones Unidas lanzaron los

Principios para la Inversión Responsable (PRI), proporcionando una guía clara para los inversores (UN PRI, 2006).

Con el paso del tiempo, los criterios ESG se han expandido para abarcar una variedad más amplia de factores. Inicialmente enfocados en temas ambientales como la contaminación y la gestión de residuos, ahora también consideran aspectos sociales y de gobernanza (Eccles & Klimenko, 2019). Esto incluye temas como la diversidad y la inclusión, los derechos humanos, las prácticas laborales justas, la gestión de riesgos y la ética empresarial, demostrando su pertinencia en situaciones de crisis como la pandemia de COVID-19 (MSCI, 2020).

Además, desde 1995, los activos de inversión sostenible se han multiplicado por más de 18, alcanzando \$30,7 billones a nivel mundial. Este crecimiento exponencial muestra el cambio en la mentalidad de los inversores hacia enfoques de inversión más sostenibles y responsables (MSCI, 2020).

El índice MSCI KLD 400 es una representación clara de esta evolución, destacando empresas con calificaciones ESG sobresalientes y excluyendo a las que tienen impactos negativos. A pesar de los cambios en su metodología a lo largo de tres décadas, ha logrado una rentabilidad total del 10.43%, superando al índice MSCI USA con un 10.07%, respaldando la creencia de que un enfoque ESG puede conducir a rendimientos competitivos (MSCI, 2020).

Figura XII: Índice social MSCI KLD 400 frente al índice MSCI USA



Fuente: MSCI Inc. 2020

En el contexto actual, los inversores se enfrentan a retos globales como el cambio climático y los derechos humanos, que exigen estrategias de inversión ESG robustas y adaptables. La revolución digital ha permitido una mayor disponibilidad de datos y herramientas para evaluar el desempeño ESG de las empresas. Organizaciones como MSCI han adoptado la inteligencia artificial para extraer información relevante a partir de datos no estructurados, permitiendo una evaluación más precisa (MSCI, 2020).

5. LA INCORPORACIÓN DE ESG EN EL SECTOR DEL PRIVATE EQUITY

5.1. Factores clave de la inversión responsable

5.1.1. Cambios regulatorios en materia de sostenibilidad

La creciente importancia de los criterios ESG está suponiendo cambios regulatorios significativos en los últimos años, afectando particularmente a la industria de Private Equity. Los gobiernos y los organismos reguladores, conscientes de los riesgos y oportunidades, han implementado diversas medidas para alentar una mayor responsabilidad en el sector financiero. A continuación, exploramos los cambios regulatorios más destacados en términos de sostenibilidad y analizamos su impacto en la inversión en Private Equity.

Los cambios regulatorios buscan fomentar la integración de los criterios ESG en el sector financiero. Estos cambios, impulsados por la creciente conciencia de la importancia de la sostenibilidad y la responsabilidad social en las prácticas empresariales, son evidentes en varias jurisdicciones.

La UE ha liderado la implementación de regulaciones relacionadas con la sostenibilidad. En 2018, introdujo la Taxonomía de la UE, que proporciona un marco de clasificación para las actividades económicas sostenibles (EU *Technical Expert Group on Sustainable Finance*, 2020), que aporta claridad sobre qué actividades se consideran sostenibles.

Además, en 2020 se presentó el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR), que establece requisitos de divulgación ESG para los inversores y gestores de activos (EU, 2019). Este reglamento busca mejorar la transparencia y comparabilidad de la información ESG proporcionada por las empresas y los fondos.

En Estados Unidos, a pesar de un enfoque menos formal en términos regulatorios, se han producido avances importantes en los últimos años. La administración Biden, a partir de 2021, ha mostrado un mayor énfasis en temas relacionados con el cambio climático y la sostenibilidad (The White House, 2021). Se espera que se promuevan políticas más

estrictas en torno a la sostenibilidad y se impulse una mayor divulgación de información ESG por parte de las empresas.

Estos cambios regulatorios han tenido un impacto significativo en la inversión en Private Equity. La presión regulatoria ha impulsado a los gestores de fondos de Private Equity a medir y reportar los aspectos ESG en sus inversiones (Geczy et al., 2020).

En primer lugar, los cambios regulatorios han fomentado la adopción de prácticas de inversión responsable en la industria del Private Equity. Los gestores de fondos se ven cada vez más obligados a integrar los criterios ESG en sus procesos de *due diligence* y toma de decisiones de inversión (Friede et al., 2015). Además, la divulgación de información ESG se ha vuelto más relevante y los inversores están exigiendo una mayor transparencia en este aspecto (Daniel Herrero, 2023).

En segundo lugar, los cambios regulatorios han estimulado el desarrollo de herramientas y estándares para medir y evaluar el desempeño ESG en el ámbito del Private Equity. Esto ha llevado a un mayor énfasis en la recopilación de datos ESG, así como en la implementación de métricas y sistemas de reporte más robustos (G20 Sustainable Finance Working Group, 2022).

En conclusión, estos cambios han promovido una mayor integración de los criterios ESG en la toma de decisiones de inversión y han impulsado la adopción de prácticas de inversión responsable. Con la evolución continua de la regulación en este ámbito, se espera que los inversores y los gestores de fondos de Private Equity sigan adaptándose y fortaleciendo sus enfoques en materia de sostenibilidad.

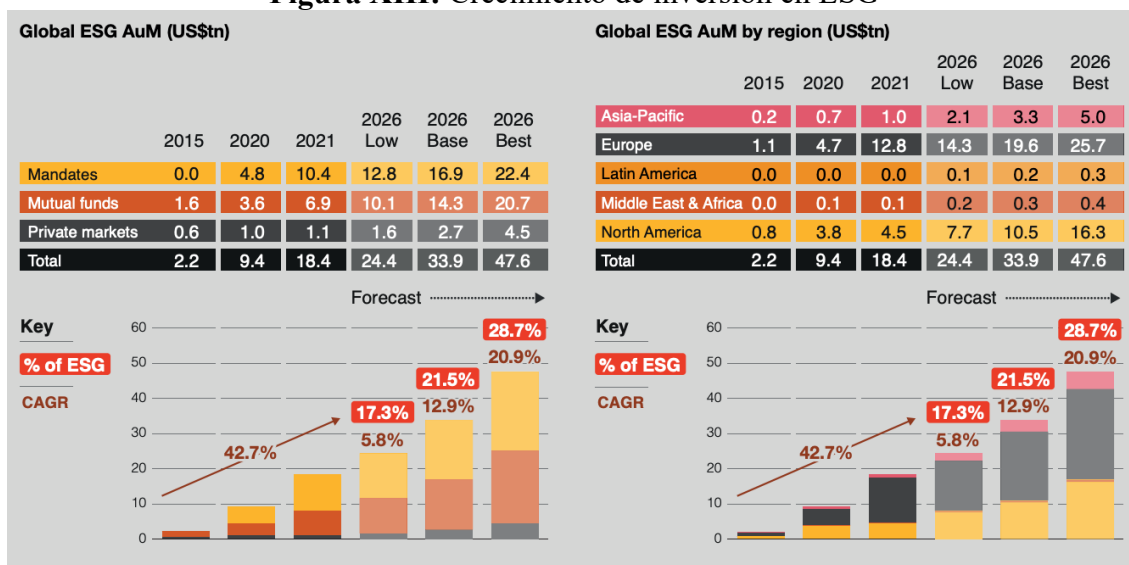
5.1.2. Demandas de los inversores

La integración de los criterios ESG en el ámbito del Private Equity ha cobrado mayor relevancia debido a la creciente exigencia de los socios inversores. La adaptación a este cambio es inevitable, y según Olwyn Alexander, líder global y socia del sector de Gestión de activos y Patrimonio en PwC República de Irlanda junto con Kevin O'Connell socio de Estados Unidos, se trata de un fenómeno global en constante crecimiento, impulsado

en gran medida por la demanda y la evolución de la regulación en este campo (PwC, 2022).

Los inversores institucionales y los gestores activos están cada vez más concienciados acerca de la importancia de la sostenibilidad, y su interés se ha incrementado aún más en el contexto de la crisis del COVID-19. De acuerdo con el informe 'Asset and wealth management revolution 2022: Exponential expectations for ESG' de PwC, se constata que el crecimiento en la demanda de fondos ESG no se limita a Europa, sino que también es notable en Estados Unidos, donde el 81% de los inversores institucionales planean aumentar la cantidad de fondos asignados a productos ESG en el transcurso de los próximos dos años, similar al 83,6% en Europa. Incluso en Asia-Pacífico, aunque en menor medida, este incremento de la demanda es palpable.

Figura XIII: Crecimiento de inversión en ESG



Fuente: PwC Global ESG and AWM Market Research Centre analysis

El factor de rentabilidad también es un factor clave que impulsa la adopción de estrategias de inversión centradas en ESG. Según la encuesta de PwC realizadas por Alexander, O. y O'Connell, K., seis de cada diez inversores institucionales aseguran obtener retornos más elevados de sus inversiones ESG en comparación con las que no lo integran. Asimismo, nueve de cada diez gestores de activos confían en que la integración de

productos ESG en sus estrategias de inversión resultará en un aumento de la rentabilidad a largo plazo.

Es importante recalcar que, en el contexto actual de incertidumbre, la demanda creciente de fondos ESG se convierte en una oportunidad de crecimiento para los gestores de activos. La tendencia sugiere que los activos gestionados bajo criterios ESG crecerán un 12,9% anualmente hasta el año 2026, llegando a representar más del 21,5% de los activos gestionados a nivel mundial (PwC, 2022). Esta tendencia sugiere que la adopción de criterios ESG en la gestión de activos es una oportunidad de crecimiento importante para los gestores de activos.

No obstante, esta expansión también plantea desafíos. A medida que los gestores de activos buscan ajustar sus fondos existentes a la demanda de los inversores, pueden surgir preocupaciones acerca de si algunos productos están clasificados correctamente en términos de su enfoque ESG. La falta de claridad en las definiciones de ESG y la calidad de los datos pueden llevar a clasificaciones erróneas, lo que puede aumentar el riesgo de "greenwashing". Ante esta situación, es crucial que los gestores estén preparados para corregir rápidamente cualquier error y aprender de ellos.

Finalmente, las consecuencias de la guerra en Ucrania en términos de suministro energético, seguridad y precios han llevado a ciertos inversores y administradores de activos a plantearse si es preciso reajustar la transición hacia la sostenibilidad en el corto plazo (PwC, 2022). No obstante, Alexander y O'Connell señalan que, en lugar de abandonar el compromiso con el cambio climático, los inversores deben recordar que la transición hacia una economía más verde y sostenible es un proyecto a largo plazo y, por tanto, es crucial mantener el curso.

En resumen, según varias encuestas y estudios, el ESG se está convirtiendo en un factor decisivo en la gestión de activos, y que tanto los inversores como las gestoras deben asumir su relevancia para adaptarse a un escenario en el que no solo se busca la rentabilidad económica, sino también el impacto sostenible.

5.1.3. Generación de valor y mitigación de riesgos

En la industria de Private Equity, el enfoque ESG no sólo se ve como un medio para generar un impacto positivo en la sociedad y el medio ambiente, sino también como una estrategia efectiva para crear valor y mitigar riesgos (Clark, Feiner, & Viehs, 2015). Los inversores están adoptando cada vez más criterios ESG en su proceso de inversión para identificar oportunidades de crecimiento a largo plazo, mejorar la toma de decisiones y reducir los riesgos asociados con factores no financieros.

El enfoque ESG puede contribuir a la creación de valor de varias formas. En primer lugar, las empresas que muestran un sólido compromiso con la sostenibilidad y la responsabilidad social tienden a ser más resilientes y a tener un mejor rendimiento financiero a largo plazo (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014). Estas empresas suelen tener una mayor capacidad para capturar oportunidades de mercado emergentes, como la creciente demanda de productos y servicios sostenibles. Al invertir en estas empresas, los inversores en Private Equity pueden beneficiarse de la creación de valor a largo plazo y obtener rendimientos financieros más sólidos (Eccles & Serafeim, 2013).

Además, el enfoque ESG puede ayudar a mitigar riesgos en la inversión en Private Equity. Al incorporar los criterios ESG en la evaluación de las oportunidades de inversión, los inversores pueden identificar y gestionar una serie de riesgos no financieros que podrían afectar el desempeño y la rentabilidad de una empresa a largo plazo. Estos riesgos incluyen factores relacionados con el cambio climático, una gobernanza corporativa deficiente, la gestión ineficiente de los recursos naturales, las prácticas laborales injustas y los problemas de reputación (Busch, Bauer, & Orlitzky, 2016). Al evaluar y abordar estos riesgos, los inversores pueden proteger sus inversiones, mejorar las perspectivas de rendimiento a largo plazo y, en última instancia, crear un valor duradero.

Existen varias prácticas de inversión socialmente responsable que pueden generar valor en el contexto de la inversión en Private Equity. La integración de criterios ESG en la diligencia debida es un ejemplo clave. En esta etapa, los inversores pueden evaluar el

desempeño ESG de una empresa objetivo y comprender los riesgos y oportunidades asociados con su perfil ESG. Esta evaluación puede proporcionar información valiosa sobre la gestión ambiental de la empresa, sus prácticas laborales, su ética empresarial, su transparencia y su gobernanza corporativa. Lo que conlleva a los inversores a tomar decisiones de inversión más informadas y a maximizar el valor de sus inversiones (Cavaco & Crifo, 2014).

Otra práctica importante es la participación activa y la gestión de impacto. Los inversores en Private Equity pueden jugar un papel activo en la gestión y mejora del desempeño ESG de las empresas de su cartera (Barkemeyer, Figge, Holt, & Hahn, 2014). Esto puede implicar trabajar en colaboración con los equipos de gestión de las empresas para establecer metas y objetivos ESG, monitorear el progreso hacia estos objetivos, ofrecer orientación estratégica y apoyar la implementación de mejores prácticas.

Además, la medición y divulgación del desempeño ESG puede proporcionar una mayor transparencia y facilitar la toma de decisiones informada. El uso de métricas y estándares reconocidos, como los Principios para la Inversión Responsable de las Naciones Unidas (UNPRI) y el Global Reporting Initiative (GRI), puede proporcionar una mayor transparencia y facilitar la toma de decisiones informada (Hoepner, Oikonomou, Scholtens, & Schröder, 2016).

La inclusión de criterios ESG en la evaluación de oportunidades de inversión puede mejorar el proceso de toma de decisiones y el rendimiento financiero. Al considerar los criterios ESG, los inversores pueden tener una visión más completa de los riesgos y oportunidades asociados con una inversión. Esto permite una mejor evaluación de la calidad y la sostenibilidad del modelo de negocio de la empresa objetivo, así como la identificación de posibles sinergias y áreas de mejora.

Asimismo, al considerar los criterios ESG en la evaluación de oportunidades de inversión, los inversores pueden alinearse mejor con las demandas del mercado. La creciente demanda de inversiones responsables y sostenibles crea oportunidades para que los inversores se posicionen de manera más competitiva en el mercado. Las empresas que

muestran un fuerte desempeño ESG pueden ser más atractivas para los inversores y pueden tener acceso a fuentes de financiamiento adicionales, como préstamos verdes o bonos sostenibles (Thwing Eastman, 2020).

En resumen, el enfoque ESG en la inversión en Private Equity puede desempeñar un papel importante en la creación de valor y la mitigación de riesgos, a la sostenibilidad de las empresas y la sociedad en general.

5.2. Integración en el modelo de negocio del Private Equity

5.2.1. Gestión interna del Private Equity

La tendencia a la integración de criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en la industria del Private Equity (PE) es una señal clara de su cada vez mayor importancia. La presencia de estos criterios se está volviendo indispensable en la evaluación de inversiones y en los procesos internos de gestión de los fondos, marcando un cambio trascendental en el modelo de negocio de estos fondos (PwC y SpainCap, 2021). Este giro no es meramente operacional, sino que penetra en los fundamentos de la formación del personal, el establecimiento de políticas y la instauración de sistemas que miden y reportan el desempeño en base a criterios ESG.

Los fondos de PE han establecido, con claridad y determinación, su compromiso con los criterios ESG a través de políticas y directrices internas. Estos marcos estratégicos permiten una integración efectiva de los criterios ESG en las decisiones de inversión y en la gestión de las empresas de la cartera (CFA Institute, 2015).

A medida que la diligencia debida en PE evoluciona, los criterios ESG forman parte esencial de la evaluación de inversiones. La valoración integral de los aspectos ESG en empresas objetivo ofrece una visión completa de la organización, a la vez que desvela potenciales riesgos ESG (Eccles, Ioannou & Serafeim, 2014). Esta visión holística no solo ayuda a identificar los riesgos, sino también a revelar oportunidades de inversión que pueden mejorar tanto el rendimiento financiero como el impacto social y ambiental de la

empresa. Este enfoque se refleja en herramientas como el Formulario ESG de Kibo (Figura 7), que permite una evaluación profunda y detallada de estos factores.

Figura XIV: Formulario ESG Due Diligence Kibo Ventures

ESG Questionnaire		Company's answers	
Company Name:		YES	NO / N/A
Date:		Detail provided	
General matters			
1 Does the company take into account the main ESG risks that affect its activity?			
2 Does the company have any executive with responsibility over economic, environmental and social issues?			
3 List of external ESG initiatives the company endorses			
E Environmental			
4 Does the company have an environmental policy?			
5 Does the company have environmental certificates (eg ISO 14001)?			
6 Does the company develop eco/bio/sustainable products or services?			
7 Does the company comply with environmental laws and regulations?			
8 Does the company have any negative environmental impacts in the supply chain? If so, does the company take any actions?			
9 Description of energy consumption within the organization. Does the company measure any energy consumption?			
10 Description of energy consumption outside the organization			
11 Description of energy efficiency measures			
12 Carbon footprint measurements (direct emissions, Scope 1, 2, 3)			
13 Percentage of energy used from renewable sources			
14 Does the company use recycled input materials for its production/services processes? Does the company use re-claimed products and their packaging material?			
15 Description of own water consumption or water consumption from suppliers (eg, Data Center cooling services). If possible provide data on water consumption			
16 Description of water discharge (sewage system, sea etc). If possible measurements of water disposal and substances included there.			
17 Description of waste by type and impact of waste disposal. Does the company offer any waste disposal options?			
S Social			
18 Description of collective bargaining agreements and consideration of labor union rights			
19 What percentage of employees are temporary?			
20 Evolution of headcount per year and rotation			
21 Description of health and safety provisions in the company			
22 Description of training on health and safety issues			
23 Description of policies to improve workers health			
24 Any history of worker accidents at the work place			
25 Description of main health issues related to work			
26 Description of training programs for workers			
27 Average training hours per employee per year			
28 Percentage of workers who are appraised periodically. If possible historical evolution of percentage of workers with performance reviews			
29 Does the company have an Equality Plan Policy?			
30 Percentage of diversity within the company (gender, racial, ethnic)			
31 Does the company have a supplier policy?			
32 Suppliers that were screened using social criteria			
33 Customer relationship data (NPS scores, satisfaction data)			
34 Incidents of non-compliance concerning product and service information or labelling			
35 Social certificates (eg, ISO 45001)			
G Governance			
36 Composition of governance bodies and committees			
37 Does the company have remuneration policies? Provide detail.			
38 Does the company have diversity in governance bodies?			
39 Does the company have any criminal compliance policies?			
40 Description of measures to deal with conflicts of interests			
41 Communication and training regarding anti-corruption policies and procedures			
42 Legal actions for anti-competitive behaviour, anti-trust and monopoly practices			
43 Does the organization have a fiscal policy? Please provide main approach to tax policies (eg tax incentives, tax havens)			
44 Cybersecurity and data protection policies			
45 Substantial complaints concerning breaches of customer privacy and losses of customer data			
46 Cybersecurity breaches and ways to solve them			
47 Does the company have any losses attributed to intellectual property issues?			

Notes to answer: Please answer YES/NO/Not Applicable and provide detail as appropriate

Fuente: Kibo Ventures

La gestión y seguimiento de la cartera también ha incorporado los criterios ESG. Los fondos de PE han implementado sistemas y procesos robustos para medir y optimizar el desempeño ESG de las empresas de la cartera, reforzando la aplicación de las políticas y directrices ESG en caso de ser necesario (CFA Institute, 2015).

Para asegurar una implementación efectiva de los criterios ESG en las operaciones cotidianas, los fondos de PE están invirtiendo en la formación de sus equipos de inversión y gestión. El esfuerzo formativo incluye programas internos que proporcionan una base sólida en los principios ESG, así como la contratación de expertos externos para asesoramiento y capacitación adicional en este ámbito (CFA Institute, 2015).

La industria del PE ha empezado a ver la medición y reporte del desempeño ESG como prácticas estándar. Los fondos están implementando un conjunto diverso de indicadores y métricas para evaluar su desempeño ESG, que pueden incluir medidas de la huella de carbono de la empresa, la diversidad e inclusión en el lugar de trabajo, las prácticas de gestión del agua, y la seguridad y salud en el trabajo (CFA Institute, 2015).

El reporting también ha evolucionado, con los fondos de PE emitiendo informes de sostenibilidad con información detallada sobre su desempeño ESG. La publicación de estas métricas da una mayor transparencia a las políticas y objetivos ESG del fondo, a las acciones tomadas para mejorar el desempeño ESG, y a los logros alcanzados en términos de sostenibilidad y responsabilidad corporativa. Este cambio se refuerza con la guía *"Implementing the TCFD recommendations: a guide for asset owners"* lanzada por UNPRI en 2018, con el fin de ayudar a los gestores de activos a implementar las recomendaciones del *Task Force on Climate Related Financial Disclosures* (TCFD) (PwC y SpainCap, 2021).

En suma, la integración de los criterios ESG en la gestión interna de los fondos de PE no solo refleja la evolución de las expectativas de los inversores y de la sociedad, sino que también marca una mayor aspiración hacia la sostenibilidad de las inversiones y la creación de valor a largo plazo. La adopción de políticas ESG, la formación de los equipos, y la implementación de sistemas de medición y reporte, evidencian el creciente compromiso de los fondos de PE con la inversión responsable y la creación de valor sostenible.

5.2.2. Captación de fondos

La creciente atención hacia los factores ESG ha impulsado un cambio en el comportamiento de los inversores. Según un estudio de 2021 de PwC y ASCRI (ahora SpainCap), en la fase de levantamiento de fondos, se espera que las gestoras proporcionen información suficiente para que los inversores puedan evaluar si sus expectativas e intereses ESG están alineados con la gestora.

Los inversores, especialmente los institucionales, muestran un interés creciente en los fondos de Private Equity con un enfoque ESG. Para estos inversores, como resalta en la información proveniente de una entrevista realizada con Mutares SE & Co. KGaA, los criterios de selección ESG incluyen una serie de factores clave. En el ámbito medioambiental, los inversores evalúan el impacto ambiental de una empresa, su huella de carbono, eficiencia energética, gestión de residuos y uso del agua. Asimismo, se busca a empresas que muestren esfuerzos por reducir riesgos ambientales y promover la sostenibilidad.

Los factores sociales también son cruciales. Los inversores examinan cómo una empresa gestiona sus relaciones con empleados, clientes, proveedores y comunidades, incluyendo prácticas laborales, derechos humanos, diversidad e inclusión, seguridad de los productos y participación en la comunidad. Aquellas empresas que priorizan la responsabilidad social y el compromiso con los stakeholders son preferidas.

Las prácticas de gobernanza también se evalúan, centrándose en la estructura de gobernanza de la empresa, la composición de la junta directiva, la compensación ejecutiva, la transparencia y las políticas de gestión de riesgos. Se valoran aquellas empresas que cuentan con fuertes prácticas de gobernanza, juntas directivas independientes y marcos claros de responsabilidad.

Además, los inversores buscan evidencias de que las consideraciones ESG están integradas en el proceso de inversión y en la toma de decisiones del fondo de PE. Evalúan el compromiso del fondo con los principios ESG, su historial en la gestión de riesgos ESG, y la disponibilidad de *expertise* relacionada con ESG dentro del fondo.

La transparencia es un aspecto vital, y los inversores esperan que las empresas del portfolio proporcionen divulgaciones ESG regulares y significativas. Evalúan la calidad del reporte ESG, incluyendo la capacidad de la empresa para rastrear y medir el desempeño y el progreso ESG a lo largo del tiempo.

Los inversores utilizan estos criterios para evaluar si sus enfoques ESG están alineados con los de las gestoras, lo que pone de manifiesto la necesidad de que estas cuenten con procedimientos y políticas sólidos que guíen sus operaciones y decisiones de inversión.

Este cambio de perspectiva también ha alterado las expectativas de los inversores en cuanto a la inversión responsable en el sector de Private Equity. Las gestoras deben demostrar cómo se materializan estas políticas y procedimientos internamente, impulsando la integración de cuestiones ESG en las empresas participadas y cómo se reflejan estas cuestiones en los portfolios.

Para evaluar adecuadamente la implementación de los criterios ESG por parte de la gestora, los inversores utilizan cuestionarios y metodologías de evaluación ESG. Algunos inversores pueden recurrir a agencias de calificación ESG externas o incorporar marcos específicos de la industria, como los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU, para guiar su evaluación de los factores ESG en las inversiones potenciales. La UNPRI (“Limited Partners’ responsible investment due diligence questionnaire”) y la ILPA (“Institutional Limited Partnership Association”) han desarrollado cuestionarios de diligencia debida para ayudar a los inversores en este proceso.

En conclusión, es evidente que los criterios ESG se han convertido en un aspecto esencial del modelo de negocio de Private Equity, especialmente en lo que respecta al levantamiento de fondos. Los inversores demandan una integración más profunda y transparente de los factores ESG en la gestión de las inversiones, y las gestoras están respondiendo a esta demanda alineando sus enfoques ESG con los de los inversores y demostrando cómo se implementan estos enfoques a lo largo de todo el ciclo de inversión.

5.2.3. Ciclo de Inversión

Las gestoras de Private Equity han incorporado recientemente criterios ESG en su ciclo de inversión, debido a la creciente presión de los inversionistas y reguladores para una

gestión responsable de los recursos y la mejora del desempeño ESG (PWC & SpainCap, 2021).

En la identificación de oportunidades de inversión, la inversión responsable implica que esté en concordancia con las creencias y principios del gestor, y que tome en cuenta los riesgos y oportunidades que se encuentren intrínsecamente en las geografías, sectores y modelos de negocio de las inversiones posibles (PWC & SpainCap, 2021). Este proceso se realiza a través de un "screening" ESG de alto nivel, que puede respaldarse en instrumentos de dominio público como el "CDC Toolkit" o "SASB", o a través de recursos propios (PWC & SpainCap, 2021). Al seleccionar la inversión, el énfasis se pone en la integración y el compromiso, apuntando a entidades que incorporen la sostenibilidad en su proceso de inversión, o a aquellas en las que sea factible lograr avances durante el *holding period*, representando así una oportunidad para generar más valor (PWC & SpainCAP, 2021).

La due diligence ESG es un paso esencial en el ciclo de inversión del private equity, donde se identifican y valoran los aspectos ESG pertinentes para la empresa, proporcionando la mayor protección posible de los riesgos y oportunidades para la generación de valor (PWC & SpainCap, 2021). La due diligence ESG se realiza independientemente del objetivo y de los resultados de la evaluación inicial, y su grado de exhaustividad y detalle puede variar en función de las conclusiones de trabajos anteriores, los recursos disponibles, el nivel de aspiración o el enfoque de participación (PWC & SpainCap, 2021). De acuerdo con la entrevista realizada con Mutares SE & Co. KGaA, las compañías de la cartera deben proporcionar informes ESG como parte de sus obligaciones de seguimiento y reporte, lo cual incluye información sobre cómo incorporan las consideraciones ESG en sus procesos de due diligence.

La integración de los criterios ESG en la gestión y creación de valor de las empresas de la cartera de los fondos de PE se realiza mediante la inclusión de estos aspectos "en las recomendaciones de inversión al comité de inversión y en la documentación asociada al proceso de inversión". Además, según el estudio realizado por PwC & SpainCap los aspectos ESG deberían integrarse "en el acuerdo de inversión, ya sea como cláusulas,

compromisos o declaraciones de intenciones que incluyan la integración de las cuestiones ESG como parte de la nueva relación contractual entre ambas partes”. Según Mutares, los GPs pueden esperar que las empresas de la cartera establezcan metas ESG medibles e informen sobre el progreso hacia la consecución de esas metas a lo largo del tiempo.

De esta manera, una vez que las inversiones están bajo gestión, es crucial mantener la supervisión y el compromiso con las empresas de la cartera en lo que respecta a las cuestiones ESG. Esto puede implicar proporcionar apoyo estratégico, supervisar los indicadores clave de rendimiento (KPI) relacionados con ESG, y colaborar en la implementación de iniciativas que contribuyan a un desempeño ESG sólido y a la creación de valor a largo plazo.

El monitoreo y reporte de las consideraciones ESG en las empresas de la cartera es un componente clave de una estrategia de inversión responsable. Los GPs pueden establecer un conjunto de KPIs ESG y realizar un seguimiento del progreso de las empresas en el cumplimiento de estos indicadores. Los informes periódicos permiten a los GPs, a los LPs y a otros interesados evaluar la evolución y el impacto de las políticas y prácticas ESG.

Por último, las consideraciones ESG también desempeñan un papel en el proceso de desinversión. Al decidir desinvertir, los GPs pueden considerar la forma en que las empresas han incorporado prácticas ESG y su impacto en el valor de la empresa. Además, la capacidad de demostrar un sólido desempeño ESG puede hacer que una empresa sea más atractiva para los compradores potenciales, lo que puede tener un impacto positivo en el precio de venta.

En conclusión, la integración de los criterios ESG en el modelo de negocio de PE no sólo es posible, sino que es cada vez más necesaria en el contexto actual de creciente presión de los inversores y los reguladores para una gestión más sostenible y responsable de los recursos. Al hacerlo, los fondos de PE tienen la oportunidad de generar rendimientos financieros sólidos a la vez que contribuyen a la creación de valor sostenible a largo plazo para la sociedad en general.

5.2.4. Análisis cualitativo: La incorporación de factores ESG en el sector de inversión en Private Equity

En esta sección, nos adentramos en profundidad cómo se están implementando y considerando los factores ESG en la práctica de este sector. Las reflexiones y percepciones de Nicolás Jiménez Ugarte (Artá Capital), María López Briales (Mutares) y Daniel Herrero (Oquendo Capital) nos permiten entender las prácticas y estrategias que estos gestores de fondos están aplicando en términos de ESG. En paralelo, incluimos también la perspectiva de Ellina Knudsen de Reference Capital, quien aporta el punto de vista de los inversores en estos fondos, cerrando así el círculo en este análisis multifacético.

Tabla I: Descripción de profesionales entrevistados

<i>Item</i>	Nombre	Compañía y puesto	Descripción de la compañía	Geografía de	Años de experiencia
Entrevista 1	Daniel Herrero	Oquendo <i>Socio Fundador</i>	Fondo de deuda	Iberia y Francia	+20 años en Private Equity
Entrevista 2	Mariana López Briales	Mutares <i>Investment Manager</i>	Private Equity	España	6 años en Banca de Inversión y Private Equity
Entrevista 3	Nicolas Jiménez-Ugarte	Artá Capital Socio Director	Private Equity	España	+20 años en Private Equity
Entrevista 4	Ellina Knudsen	Reference Capital <i>Strategic Research Lead</i>	Fondo de fondos	Europa	+10 años Inversión de Impacto

Fuente: Elaboración propia

Con estas entrevistas, aspiramos a desgranar cómo las consideraciones ESG están influenciando la toma de decisiones de inversión, cómo se seleccionan las inversiones y los socios con base en criterios ESG, y de qué manera se gestiona la transparencia y la divulgación de la información relacionada con ESG. Este análisis cualitativo busca, por

tanto, ofrecer un detallado panorama del creciente rol que están adquiriendo los factores ESG en el mundo de las inversiones en PE.

1. Factores ESG en la decisión de inversión

Artá Capital se distingue por su compromiso con los factores ESG en su proceso de toma de decisiones de inversión. Implementa criterios de exclusión basados en factores ESG durante su fase de selección y se involucra con las empresas de su cartera para promover la integración de los factores ESG en sus operaciones. Este enfoque activo hacia la sostenibilidad en todo el ciclo de inversión se contrasta con las prácticas de Oquendo Capital y Mutares, que si bien reconocen la importancia de los factores ESG, no han detallado explícitamente cómo estos se incorporan en cada etapa de sus respectivos procesos de inversión.

Desde la perspectiva de Reference Capital, Ellina Knudsen se interesa en saber si las inversiones se realizan con la intención de medir y generar beneficios sociales y medioambientales junto con el retorno financiero. En este sentido, Artá Capital parece estar más alineada con este enfoque, ya que se ha indicado que busca un equilibrio entre los rendimientos financieros y la generación de impacto positivo.

2. Criterios de selección de inversiones y socios basados en ESG

Artá Capital aplica criterios de exclusión, realiza un filtro ESG y lleva a cabo un análisis de diligencia debida específico para ESG. Este enfoque riguroso y sistemático para incorporar factores ESG en la selección de inversores y socios es destacable y se alinea con la línea de cuestionamiento de Reference Capital, donde pregunta por la existencia de criterios de exclusión de inversión definidos y cómo se evalúan las posibles consecuencias no intencionadas de las oportunidades de inversión.

Contrastando con Mutares y Oquendo, no se mencionan explícitamente criterios de exclusión ni un enfoque sistemático de incorporación de ESG durante la selección de inversiones. Sería interesante indagar más en estos aspectos para entender cómo estos factores ESG se consideran en sus procesos de selección de inversiones y socios.

3. Transparencia y divulgación de la información ESG

Artá Capital se compromete a realizar un seguimiento y a reportar regularmente los KPIs de ESG, y a elaborar un informe anual de ESG. Este enfoque hacia la transparencia y la divulgación alinea a Artá Capital con la expectativa de Reference Capital de compartir informes sobre el rendimiento social y medioambiental de la cartera con los inversores y/o el público en general.

En cuanto a Oquendo y Mutares, enfatizan la importancia de la transparencia y la divulgación de información ESG. Ambas firmas valoran la transparencia en la divulgación de información ESG por parte de las empresas en las que invierten y de los socios con los que trabajan. También destacan la importancia de la divulgación de información ESG para los stakeholders y para el cumplimiento de las regulaciones. Sin embargo, Ellina Knudsen también cuestiona si se realiza un seguimiento del desempeño en sostenibilidad de las empresas de la cartera y se solicitan actualizaciones de ESG a cada empresa de la cartera, lo que podría sugerir un nivel de transparencia y rendición de cuentas en estas áreas.

En términos generales, el sector financiero está respondiendo a la creciente importancia de los factores ESG. No obstante, hay diferencias en el grado en que se incorporan estos factores en las prácticas de inversión y en cómo se aborda la divulgación de la información ESG. Un análisis más detallado debería ofrecer una visión más matizada de estas diferencias y de cómo las empresas están evolucionando con el tiempo para responder a estos desafíos.

6. RELACIÓN ENTRE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE (“ISR”) Y STAKEHOLDERS

6.1. Identificación y clasificación de los stakeholders de la ISR en Private Equity

El concepto de stakeholders, introducido por Freeman en 1984, abarca a todas las partes interesadas que tienen algún grado de interés o que se ven afectadas por las acciones y decisiones de una organización, en nuestro caso, de una inversión. En el contexto de la ISR en PE, los stakeholders desempeñan un papel crucial, ya que sus intereses y demandas pueden influir de manera significativa en la toma de decisiones y en la implementación de criterios ESG (Freeman, 1984).

La identificación y clasificación de los stakeholders relevantes en la ISR en PE no es un proceso sin importancia, ya que este grupo es vasto y diverso, e incluye desde los inversores hasta la sociedad en general. Sin embargo, es posible descomponer este complejo ecosistema de stakeholders en varios subgrupos clave, teniendo en cuenta las características específicas de cada uno de ellos y su influencia en la ISR en PE.

El primero de todos es el de los inversores, donde se incluyen a instituciones financieras, fondos de pensiones, family offices o individuos con un alto patrimonio neto. Los inversores buscan no sólo obtener rendimientos financieros sólidos, sino también alinear sus inversiones con sus valores y principios éticos, lo que los sitúa en una posición única para influir en las políticas y prácticas ESG de los fondos de PE (Clark, Feiner & Viehs, 2015).

En segundo lugar, se encuentran las empresas de la cartera. Estas entidades son el punto focal de las inversiones de PE. Reciben inversiones y apoyo de los fondos de PE y su rendimiento en términos de criterios ESG está sujeto a una supervisión constante. El comportamiento de estas empresas en términos de prácticas ESG puede tener un impacto directo en el valor de la inversión, lo que las sitúa como un stakeholder crucial (Eccles, Ioannou & Serafeim, 2014).

A continuación, están los empleados de las empresas de la cartera. Este grupo está compuesto por los individuos que trabajan en las empresas de la cartera. Sus derechos laborales, condiciones de trabajo, salud y seguridad, así como la diversidad e inclusión, son aspectos esenciales en la ISR, lo que los convierte en un grupo de interés relevante.

Por último, las comunidades locales y sociedad en general, donde se incluye a las comunidades y sociedades que se ven afectadas por las actividades de las empresas de la cartera. Los fondos de PE deben considerar el impacto social y ambiental de sus inversiones en estas comunidades y en la sociedad en general, lo que refuerza la relevancia de este grupo de stakeholders (Clark, Feiner & Viehs, 2015).

La identificación de los stakeholders es solo el primer paso. Es igualmente esencial comprender los intereses y necesidades específicas de cada grupo en relación con la ISR y los criterios ESG. Los inversores buscan rendimientos financieros sólidos y una alineación de sus inversiones con sus valores personales. Las empresas de la cartera están interesadas en el apoyo financiero y estratégico para su crecimiento y desarrollo, y buscan mejorar su reputación y minimizar los riesgos a través de un buen desempeño en términos de ESG. Los empleados quieren un entorno de trabajo seguro, inclusivo y equitativo, y las comunidades locales y la sociedad en general esperan que las inversiones responsables tengan un impacto positivo en su entorno.

En conclusión, en la ISR en PE, es esencial identificar y comprender a los stakeholders relevantes. Los inversores, las empresas de la cartera, los empleados y las comunidades locales y la sociedad en general tienen intereses y necesidades específicas en relación con la inversión responsable y los criterios ESG. Al considerar y satisfacer estos intereses y necesidades, los fondos de PE pueden gestionar de manera más efectiva y responsable sus inversiones, generando un impacto positivo tanto a nivel financiero como social y ambiental.

6.2. Evaluación del impacto de la ISR en los stakeholders de Private Equity

Evaluar el impacto de la inversión socialmente responsable (ISR) en los stakeholders de Private Equity (PE) es un desafío complejo, pero esencial para comprender la efectividad de estas iniciativas y para promover prácticas de inversión más responsables y sostenibles.

La inversión en Private Equity proporciona una oportunidad única para ejercer la ISR de manera efectiva, dado que los fondos de PE a menudo tienen un control significativo sobre las empresas de su cartera, lo que permite un mayor grado de influencia en las políticas y prácticas de sostenibilidad. Sin embargo, este potencial de impacto también conlleva una mayor responsabilidad de garantizar que se gestione de manera que beneficie a todos los stakeholders (Clark et al., 2015).

Los inversores, como uno de los principales stakeholders en la ISR, pueden experimentar beneficios tanto financieros como no financieros. La creciente evidencia sugiere que las empresas que incorporan prácticas de ISR tienden a tener un rendimiento financiero igual o superior al de sus contrapartes menos responsables (Friede, Busch & Bassen, 2015). Además, la inversión en empresas que operan de manera ética y sostenible puede mejorar la reputación de los inversores y fortalecer su base de clientes y stakeholders.

Las empresas en las que se invierte también son stakeholders cruciales. La inversión de Private Equity puede proporcionarles el capital necesario para implementar iniciativas de ISR, lo que puede conducir a la mejora de las prácticas laborales, una menor huella ambiental, y una mayor transparencia y responsabilidad (Jackson, 2013). Sin embargo, también es crucial considerar el potencial de "impacto negativo", como la posibilidad de que las presiones para generar rendimientos financieros rápidos conduzcan a recortes en iniciativas sociales y medioambientales.

Para los stakeholders externos, como los empleados, los clientes, las comunidades y el medio ambiente, el impacto de la ISR puede ser profundo. La creación de empleo, el mejoramiento de las condiciones laborales, las inversiones en las comunidades locales y la reducción del impacto ambiental son solo algunos de los posibles beneficios (Iyer,

2014). Sin embargo, estos efectos pueden variar ampliamente y deben ser medidos y monitoreados de manera efectiva.

Para evaluar y cuantificar este impacto, es esencial utilizar una combinación de métodos cualitativos y cuantitativos, y elegir las métricas apropiadas para cada grupo de stakeholders. Como se mencionó anteriormente, estas pueden incluir métricas financieras, métricas ESG y métricas de impacto social.

En conclusión, la ISR en el contexto del Private Equity tiene el potencial de generar un impacto significativo en una variedad de stakeholders. Sin embargo, es crucial garantizar que este impacto sea gestionado de manera responsable y sostenible, y que se mida y se informe de manera transparente y efectiva.

6.3. Importancia de la comunicación con los stakeholders en Private Equity

La comunicación efectiva con los stakeholders es un componente esencial en el ámbito de Private Equity (PE), especialmente cuando se considera la Inversión Socialmente Responsable (ISR). En un entorno cada vez más orientado hacia la sostenibilidad y la responsabilidad social, los fondos de PE deben priorizar la comunicación transparente y continua con todos sus stakeholders para construir relaciones de confianza, demostrar su compromiso con la ISR y mantener la rendición de cuentas.

Los stakeholders en el contexto de PE son diversos y pueden incluir a inversores, empresas de cartera, empleados, clientes, comunidades y el medio ambiente. Cada uno de estos grupos tiene intereses particulares y necesidades de información únicas, lo que requiere una estrategia de comunicación diferenciada (Eccles & Serafeim, 2013).

Para los inversores, la comunicación transparente es fundamental para generar confianza y promover un compromiso a largo plazo. Los informes detallados y regulares sobre el desempeño financiero y ESG de las inversiones, así como las iniciativas de ISR que están

en curso, pueden ayudar a los inversores a entender cómo se están gestionando sus fondos y cuál es el impacto de sus inversiones (Clark, Feiner & Viehs, 2015).

Las empresas de la cartera, por otro lado, pueden beneficiarse de una comunicación regular y abierta sobre las expectativas y los objetivos de ISR, lo que puede ayudarles a alinear sus propias prácticas de sostenibilidad con las del fondo de PE. Este diálogo continuo también puede proporcionar una plataforma para la retroalimentación y la mejora continua (Jackson, 2013).

La comunicación con los stakeholders externos, como los empleados, los clientes y las comunidades, también es crucial. Esto puede ayudar a estos grupos a entender mejor las actividades y el impacto de las empresas de la cartera, promover el compromiso y la lealtad, y permitirles hacer oír sus voces (Iyer, 2014).

Por último, es importante recordar que la comunicación no es un proceso unidireccional. Los fondos de PE también deben escuchar a sus stakeholders, buscando su retroalimentación y utilizando sus comentarios para informar y mejorar sus prácticas de ISR.

En conclusión, la comunicación efectiva con los stakeholders es fundamental para el éxito de la ISR en el contexto de PE. Al comunicarse de manera transparente y regular, y al escuchar a los stakeholders, los fondos de PE pueden construir relaciones de confianza, promover la sostenibilidad y la responsabilidad, y garantizar que están creando valor para todos los stakeholders.

7. CONCLUSIONES

A partir del extenso análisis realizado a lo largo de este estudio, y con base en la información primaria y secundaria recopilada, es posible destacar las siguientes conclusiones y proyecciones para el futuro:

El Private Equity está experimentando un periodo de crecimiento y desarrollo significativo. Se ha evidenciado su papel como alternativa de inversión y financiación cada vez más relevante. Los stakeholders clave, como los inversores institucionales y las empresas de cartera, están mostrando un creciente interés en este tipo de inversión. Los indicadores financieros y las tendencias de la industria sugieren que esta tendencia probablemente se mantendrá en el futuro previsible.

La adopción de los criterios ESG y la ISR están en el centro de las tendencias actuales en Private Equity. En la industria de PE, la integración de estos criterios en las decisiones de inversión se ha convertido en una expectativa común entre los inversores y las partes interesadas. Los factores ambientales, sociales y de gobernanza no sólo son relevantes desde un punto de vista ético y de responsabilidad social, sino que también son reconocidos como indicadores valiosos de la sostenibilidad y la resiliencia financiera a largo plazo.

Las regulaciones y las normas en materia de ESG y ISR están impulsando cambios significativos en el panorama de la inversión en PE. A nivel europeo e internacional, la adopción de regulaciones y estándares de sostenibilidad está estableciendo las expectativas y los requisitos mínimos para las empresas y los inversores. Esto ha creado una mayor transparencia y ha alineado las prácticas de inversión con las metas globales de sostenibilidad, tales como los ODS de las Naciones Unidas.

Sin embargo, todavía hay desafíos significativos que superar en la integración de los criterios ESG y la ISR en el PE. Estos incluyen la falta de definiciones y metodologías estandarizadas para medir el desempeño ESG, las diferencias en las expectativas y necesidades de información de los stakeholders, y la necesidad de un enfoque más estratégico y de largo plazo en la gestión de las inversiones.

En el futuro, es probable que veamos una mayor integración de los criterios ESG y la ISR en todas las etapas del ciclo de inversión en PE. Esto será impulsado no sólo por las expectativas de los stakeholders y las regulaciones, sino también por el reconocimiento de que estos enfoques pueden contribuir a un mejor rendimiento financiero y a la creación de valor sostenible a largo plazo.

A medida que la industria de PE continúa evolucionando, la comunicación efectiva y la colaboración con los stakeholders seguirán siendo esenciales. Esto ayudará a las empresas de PE a entender y abordar las expectativas y preocupaciones de sus stakeholders, a informar y mejorar sus prácticas de inversión, y a demostrar su compromiso con la sostenibilidad y la responsabilidad social.

En conclusión, el presente trabajo de fin de grado ha brindado una visión integral de la intersección entre el Private Equity, los criterios ESG y la ISR, identificando tanto las tendencias actuales como las oportunidades y desafíos futuros. A medida que la industria continúa evolucionando, será esencial que las empresas de PE sigan innovando y adaptándose para cumplir con las expectativas cambiantes de los stakeholders y contribuir a la creación de valor sostenible a largo plazo.

8. CONTRIBUCIONES

CONTRIBUCIÓN AL ÁMBITO ACADÉMICO

El trabajo de fin de grado presenta una revisión exhaustiva y detallada de la industria del Private Equity y la integración de los criterios ESG y la Inversión Socialmente Responsable (ISR) en este ámbito. Esto proporciona un punto de partida sólido para los estudiantes y académicos interesados en estos temas, permitiéndoles comprender la evolución, las tendencias actuales y las proyecciones futuras de la industria.

Además, este estudio identifica y discute los desafíos y las oportunidades que presenta la integración de los criterios ESG y la ISR en el PE, lo que puede estimular la investigación académica adicional. En particular, hay espacio para la investigación sobre cómo estandarizar la medición del desempeño ESG, cómo equilibrar las diferentes expectativas y necesidades de los stakeholders y cómo integrar los enfoques de ESG y ISR de manera más estratégica y a largo plazo.

CONTRIBUCIÓN AL ÁMBITO EMPRESARIAL

Desde una perspectiva empresarial, este trabajo puede ser especialmente útil para las empresas de PE. Proporciona una visión clara de por qué y cómo los criterios ESG y la ISR están adquiriendo relevancia en el PE y cómo pueden contribuir a la creación de valor sostenible a largo plazo.

Además, este estudio puede actuar como una guía para los gestores y dueños de empresas en la adopción e integración de los criterios ESG y la ISR en sus operaciones y estrategias de inversión. Al destacar las expectativas de los stakeholders, las regulaciones y las normas relevantes, y los beneficios y desafíos de la integración de los criterios ESG y la ISR, puede ayudar a las empresas a tomar decisiones informadas y estratégicas.

Finalmente, este trabajo también puede ser útil para los stakeholders, incluyendo a los inversores, los reguladores y los consumidores. Al proporcionar una visión completa y actualizada de la industria del PE y la integración de los criterios ESG y la ISR, puede

ayudar a estos grupos a comprender mejor las prácticas y las tendencias de la industria, a formular expectativas y demandas adecuadas, y a tomar decisiones informadas.

CONCLUSIONES

El Private Equity está emergiendo como un actor importante en la economía mundial, y los criterios ESG y la ISR están desempeñando un papel cada vez más importante en esta industria. A pesar de los desafíos existentes, hay una clara oportunidad para las empresas de PE de adoptar e integrar estos criterios y enfoques, y de contribuir a la creación de valor sostenible a largo plazo. Como tal, este trabajo de fin de grado proporciona una contribución valiosa tanto al ámbito académico como al empresarial, y sienta las bases para futuras investigaciones y desarrollos en este campo.

9. LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

9.1. Limitaciones

Aunque este estudio ha intentado ser lo más exhaustivo y preciso posible, es importante reconocer las siguientes limitaciones:

- **Cambios y desarrollos futuros:** Dado que la integración de los criterios ESG y la ISR en la industria de Private Equity se encuentra en una fase inicial, el estudio no ha podido analizar completamente la evolución y los resultados a largo plazo de estas tendencias. Además, los cambios futuros en las políticas y regulaciones podrían afectar las prácticas y percepciones de las empresas.
- **Perspectiva limitada de los entrevistados:** Aunque se realizaron entrevistas con varios profesionales de la industria, las experiencias y puntos de vista de estas personas pueden no ser representativos de toda la industria de Private Equity, en vista de que son todos de nacionalidad española, debido a su cercanía. Es posible que haya otras perspectivas y experiencias significativas que no se hayan cubierto en este estudio.
- **Enfoque en la integración de criterios ESG y ISR en el middle market:** El estudio ha examinado principalmente la integración de criterios ESG y ISR en el segmento del middle market de la industria del Private Equity. Como tal, no aborda las dinámicas y particularidades de otros segmentos, como el Venture Capital o el large market.

9.2. Futuras Líneas de Investigación

En base a la investigación realizada en este estudio, existen varias áreas potenciales para futuras investigaciones en la intersección de la inversión en Private Equity y la integración de los factores ESG.

- Aunque se ha explorado en alguna medida, existe la oportunidad de profundizar en cómo los factores ESG afectan específicamente al desempeño financiero de las inversiones en

capital privado. Las futuras investigaciones podrían enfocarse en analizar en mayor detalle la correlación entre las métricas ESG y los rendimientos financieros.

- Si bien se ha observado que los criterios ESG desempeñan un papel en la selección de inversiones y socios, la precisión y consistencia de estos criterios podrían ser objeto de mayor estudio. En particular, la investigación podría centrarse en cómo se definen y aplican estos criterios en el proceso de selección.

- También se podrían explorar las distintas formas en que los factores ESG influyen en cada etapa del ciclo de vida de la inversión. Esto podría implicar el estudio de cómo las consideraciones ESG afectan a la debida diligencia inicial, a la gestión de la cartera y a la desinversión.

La exploración de estas posibles líneas de investigación futuras podría proporcionar una valiosa profundización y continuación de nuestro estudio. Es importante tener en cuenta que la integración de los factores ESG en la inversión en capital privado es un campo dinámico y en evolución, y como tal, siempre habrá nuevas cuestiones y desafíos a explorar.

BIBLIOGRAFIA

- Acharya, V. V., Gottschalg, O. F., Hahn, M., & Kehoe, C. (2018). Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1324016#paper-citations-widget
- Advent International. (2019). < <https://www.adventinternational.com/es/advent-international-adquiere-el-51-de-prisma-medios-de-pago-la-compania-lider-en-medios-de-pago-de-argentina/>>
- Alantra (2023). < [Private Equity | Alantra](#)>
- Alexander, O. & O'Connell, K. (2022). ¿Cómo cumplir con las expectativas de los inversores en materia de ESG? PwC <<https://www.strategy-business.com/article/The-race-to-keep-pace-with-investor-expectations-on-ESG>>
- AltamarCAM (2023). Disponible en < <https://www.altamarcam.com/es/considerando-los-aspectos-esg-a-la-hora-de-invertir/>>
- Altman, E. I., Hotchkiss, E., & Wang, W. (2019). *Corporate financial distress, restructuring, and bankruptcy: Analyze leveraged finance, distressed debt, and bankruptcy*. John Wiley & Sons.
- AP4 (2023). AP4's Climate Strategy: Halving the Carbon Footprint by 2020. Recuperado de <https://data.bloomberglp.com/professional/sites/30/AP4.pdf>
- Apollo Global Management (2019). Tech Data Enters Definitive Agreement to Be Acquired by Funds Managed by Affiliates of Apollo Global Management for \$130 Per Share in Cash. Recuperado de <https://www.apollo.com/media/press-releases/2019/04-08-2019-120133198>
- Argandoña, A. (2021). El objetivo de la empresa: ¿maximizar el beneficio? Recuperado de <https://blog.iese.edu/antonioargandona/2021/07/08/el-objetivo-de-la-empresa-maximizar-el-beneficio/>
- Autónomos y emprendedores (05/06/2023). <https://www.autonomosyemprendedor.es/articulo/todo-digital/son-cambios-nueva-ley-startups-que-mas-podrian-afectar-emprendedores/20230327180130029816.html>
- Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., & Weisbach, M. S. (2013). Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts. *The Journal of Finance*, 68(6), 2223–2267. < https://personal.lse.ac.uk/axelson/ulf_files/AJSWfinalversioncombined.pdf>
- Bain & Company (2020). Global Private Equity Report 2020. <https://www.bain.com/globalassets/noindex/2020/bain_report_private_equity_report_2020.pdf>
- Barkemeyer, R., Figge, F., Holt, D., & Hahn, T. (2014). What the papers say: Trends in sustainability. *Journal of Business Ethics*, 118(3), 595-611.
- Bloom, N., Davis, S. J., & van Reenen, J. (2018). Healthy Business? Managerial Education and Management in Healthcare. *Review of Economics and Statistics*, 101(3), 506–517. <https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/HospitalPaper_v18_68f48f7e-0634-4812-a708-562ed84b0905.pdf>
- BloombergNEF. (2022). Green bond boom sees issuances double to \$621 billion. Recuperado de <https://about.bnef.com/blog/green-bond-boom-sees-issuances-double-to-621-billion/>
- Brest, P., & Born, K. (2013). When can impact investing create real impact. *Stanford Social Innovation Review*, 11(4), 22-31.

- Bridges Fund Management. (2023). < <https://www.bridgesfundmanagement.com/portfolio/>>
- Busch, T., Bauer, R., & Orlitzky, M. (2016). Sustainable development and financial markets: Old paths and new avenues. *Business & Society*, 55(3), 303-329.
< <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/0007650315570701>>
- Cajiga, F. (2023). La Responsabilidad Social es lo que verdaderamente hace una empresa sostenible. *LinkedIn*. Recuperado de https://www.linkedin.com/pulse/la-responsabilidad-social-lo-que-verdaderamente-una-y-j-felipe/?trk=pulse-article_more-articles_related-content-card&originalSubdomain=es
- Capelle-Blancard, G., & Monjon, S. (2012). Trends in the literature on socially responsible investment: Looking for the keys under the lamppost. *Business ethics: a European review*, 21(3), 239-250.
< <https://web-s-ebSCOhost-com.ezproxy.lancs.ac.uk/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=0&sid=443ade06-d4aa-4a81-aac9-a78a2fb7dfac%40redis>>
- Capital Riesgo. (2020). La Inversión Socialmente Responsable (ISR), una gran oportunidad de futuro. Recuperado de <http://capital-riesgo.es/es/articulos/la-inversi-n-socialmente-responsable-isr-una-gran-oportunidad-de-futuro/>
- Carlyle. (2022). < https://www.carlyle.com/sites/default/files/2022-06/Carlyle_Impact_Review_2022_v30JUNE2022.pdf >
- Carroll, A. & Shabana, K. (2010). The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research and practice.
< <https://finance.uw.edu/sites/default/files/Business%20Case%20for%20CSR%20Review%20of%20Concepts,%20Research%20and%20Practice.pdf> >
- Cavaco, S., & Crifo, P. (2014). CSR and financial performance: Complementarity between environmental, social and business behaviours. *Applied Economics*, 46(27), 3323-3338.
< <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00036846.2014.927572?scroll=top&needAccess=true&role=tab&aria-labelledby=full-article>>
- CE/R+S (2019). Inversión Responsable (ISR): confianza, control de riesgos, rentabilidad sostenida e impacto positivo. < [**Inversión Responsable \(ISR\): confianza, control de riesgos, rentabilidad sostenida e impacto positivo - CE/R+S \(cersev.org\)** >](#)
- CFA Institute. (2015). Environmental, social, and governance issues in investing: A guide for investment professionals. Recuperado de <<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/esg-issues-in-investing-a-guide-for-investment-professionals.ashx>>
- Chung, J. W., Sensoy, B. A., Stern, L. H., & Weisbach, M. S. (2010). Pay for Performance from Future Fund Flows: The Case of Private Equity. *Review of Financial Studies*, 25(11), 3259-3304.
<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=763127112013070118005001105004007077057053037016086024125028019046005028061032022048033050102018109004064023066093039064026081122025102086097103021095110099072005075075115022119120086093022090006&EXT=pdf&INDEX=TRUE>
- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance. *Available at SSRN 2508281*. < <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=285088095002027120087075065065101091033020039072045089028086124023101116077116082075049063097015112023016029079099013094090125111059011078059085090094010121118030015024093047094064091005010021108104107028088000086068090081107111122113105126125026105106&EXT=pdf&INDEX=TRUE>>
- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, organizations and society*, 33(4-5), 303-327.

- Comisión Europea (2021). Corporate Sustainability Reporting Disponible en: <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en>
- Cumming, D., Fleming, G., & Schwienbacher, A. (2006). Legality and venture capital exits. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 214-245.
- Cumming, D., Knill, A., & Syvrud, K. (2015). Do international investors enhance private firm value? Evidence from venture capital. *Journal of International Business Studies*, 50(3), 353–375. <<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=376121095093088108013089030104012123096024026051006017127103008071123090006124018028042012019003037044061069069008093118112074013080022030086119077018107110028051002087021090102124023025123083083006101087000104124024029071090084030083091114123097&EXT=pdf&INDEX=TRUE>>
- Cumming, D., Siegel, D. S., & Wright, M. (2007). Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 439-460. <<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=660029082067074127122109078127084113007059056088020045126119022097090094104092119005013117053102018063007125121007016122067122076042069012019117006117088105058010012024123099116097116111121088125100119089028086030010028092021068095107065072004&EXT=pdf&INDEX=TRUE>>
- Deloitte (2021). Qué son los criterios ESG y para qué sirven. <<https://www2.deloitte.com/es/es/blog/sostenibilidad-deloitte/2021/que-son-criterios-esg-para-que-sirven.html>>
- Eastman, E. (28 de enero de 2020). MSCI 2020 ESG Trends to Watch. <<https://www.msci.com/www/webcast/msci-2020-esg-trends-to-watch/01707817750>>
- Eccles, R. G., & Klimenko, S. (2019). The investor revolution. *Harvard Business Review*, 97(3), 106-116. <http://mithconference.com/wp-content/uploads/2019/10/MSIS_Rome-8th-Oct_Eccles_20191010.pdf>
- Eccles, R. G., & Serafeim, G. (2013). The performance frontier. *Harvard business review*, 91(5), 50-60. <http://www.vedogreen.it/wp-content/uploads/2013/07/Harward-Articolo_CSR.pdf>
- Eccles, R., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. <https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/SSRN-id1964011_6791edac-7daa-4603-a220-4a0c6c7a3f7a.pdf>
- El Referente (19/01/2023). El volumen de inversión del capital privado en España en 2022 alcanzó 8.735 millones de euros, según SpainCap. <[SpainCap: el volumen de inversión del capital privado alcanzó 8.735M€ \(elferente.es\)](https://www.elferente.es/2023/01/19/spaincap-el-volumen-de-inversion-del-capital-privado-alcanzo-8735me/)>
- European Commission. (13 de junio de 2018). Technical expert group on sustainable finance (TEG). <https://finance.ec.europa.eu/publications/technical-expert-group-sustainable-finance-teg_en>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman. <[file:///Users/tomastorremoncha/Downloads/A Stakeholder Approach to Strategic Management.pdf](file:///Users/tomastorremoncha/Downloads/A%20Stakeholder%20Approach%20to%20Strategic%20Management.pdf)>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), 210-233. <<https://www.tandfonline.com/doi/epdf/10.1080/20430795.2015.1118917?needAccess=true&role=button>>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2020). Is Socially Responsible Investment Outperforming Conventional Investment or Not? A Meta—Analysis. *American Journal of Industrial and Business Management*, 10, 1865-1887. <<https://doi.org/10.4236/ajibm.2020.1012114>>
- Friedman, A. L., & Miles, S. (2002). Developing stakeholder theory. *Journal of management studies*, 39(1), 1-21.

< https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/1467-6486.00280?saml_referrer>
G20 Sustainable Finance Working Group (2022). Sustainable private equity: A path to the future. G20 Insights. < <https://g20sfwg.org/>>

Geczy, C., Jeffers, J., Musto, D. K., & Tucker, A. (2020). Contracts with (social) benefits: The implementation of impact investing. *Journal of Financial Economics*, 136(2), 579-596.

Geczy, C., Stambaugh, R. F., & Levin, D. (2005). Investing in socially responsible mutual funds. Available at SSRN 416380. Disponible en: <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=86909308501708209501200502803002612410504309101801206300712311608502411508802308111904203000102004012003509102107206812209510502304900605311802612506403100410706003703100611012610312208409808702309712508200012007001121111094109099108103065067098&EXT=pdf&INDEX=TRUE>
Global Sustainable Investment Alliance. (2020). Global Sustainable Investment Review 2020. <<https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>>

Gompers, P. A., Mukharlyamov, V., & Xuan, Y. (2016). The cost of friendship. *Journal of Financial Economics*, 119(3), 626-644.

Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168. < <https://pubs.acaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.15.2.145>>

Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2015). *What Do Private Equity Firms Say They Do?* (No. w21133). National Bureau of Economic Research.

Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N. (2013). Private Equity Performance: What Do We Know? *Journal of Finance*, 69(5), 1851-1882.
<<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=95511007000001208312610200606601112510308907007201705102300410602411007709312701609101103512312003303810900300700701910107203112207101407305010706500408811609000403003007206707111606408612702310102502601311512410601029008066022067083069027111000&EXT=pdf&INDEX=TRUE>>

Hochberg, Y. V., Ljungqvist, A., & Vissing-Jørgensen, A. (2014). Informational holdup and performance persistence in venture capital. *The Review of Financial Studies*, 27
<<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=360003072099001005070013126108006030020038002020063091107104064123118084105024070096041107021103057003062065092112003119110124062047011062068118075071117087065077017042093083091018080121118030124118000117028110107124079096103082122022125064118088&EXT=pdf&INDEX=TRUE>>

Hoepner, A. G., Oikonomou, I., Scholtens, B., & Schröder, M. (2016). The effects of corporate and country sustainability characteristics on the cost of debt: An international investigation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1-2), 158-190.
https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/jbfa.12183?saml_referrer

ICEX (2022). Guía de negocios en España 2022. < <https://www.guidetobusinessinspain.com/espana-un-pais-atractivo-para-la-inversion/>>

Invesco. (2023). Fondos cotizados (ETFs). Recuperado de <https://www.invesco.com/es/es/capabilities/etfs.html>

Invest Europe (n.d.). What is Private Equity? < <https://www.investeurope.eu/about-private-equity/>>

Iyer, Radha. (2014). Social Return on Investment – Measuring the Impact. < https://www.researchgate.net/publication/331430762_Social_Return_on_Investment-Measuring_the_Impact>

Jackson, E. T. (2013). Evaluating social impact bonds: Questions, challenges, innovations, and possibilities in measuring outcomes in impact investing. *Community Development*, 44(5), 608-616. <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/15575330.2013.854258?needAccess=true>

Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The journal of finance*, 60(4), 1791-1823.

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of economic perspectives*, 23(1), 121-146. < <https://pubs.acaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.23.1.121> >

Kerr, W. R., Lerner, J., & Schoar, A. (2014). The consequences of entrepreneurial finance: Evidence from angel financings. *The Review of Financial Studies*, 27(1), 20-55. < https://www.hbs.edu/Publication%20Files/Kerr_Lerner_Schoar%20RFS14_03db8dad-0d3e-4478-9b98-ca5bac8f803b.pdf >

KLP (2023). Prosjekter finansiert med grønne lån fra KLP Banken. Recuperado de <https://www.klp.no/virksomhet/bank/lan/gronne-lan/prosjekter-finansiert-med-gronne-lan-fra-klp-banken>

KPMG. (2017). The road ahead: The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2017. KPMG International. < <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/be/pdf/2017/kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2017.pdf>>

Lerner, Josh & Schoar, Antoinette. (2005). Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel In Private Equity. *The Quarterly Journal of Economics*. 120. 223-246. 10.1162/qjec.2005.120.1.223.

Linkedin (2023). < [Black Toro Capital | LinkedIn](#)>

Louche, C., Arenas, D., & Van Cranenburgh, K. C. (2012). From preaching to investing: Attitudes of religious organisations towards responsible investment. *Journal of business ethics*, 110, 301-320.

Metrick, A., & Yasuda, A. (2021). *Venture capital and the finance of innovation*. John Wiley & Sons. [https://books.google.es/books?hl=es&lr=&id=gXcfEAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA1&dq=Metrick,+A.,+%26+Yasuda,+A.,+\(2021\).+Venture+capital+and+the+finance+of+innovation.+John+Wiley+%26+Sons.++&ots=Lqofv2FARI&sig=6ib2gNGV7BY2xSztzGEc3cE4FDA&redir_esc=y#v=onepage&q=Metrick%2C%20A.%2C%20%26%20Yasuda%2C%20A.%20\(2021\).%20Venture%20capital%20and%20the%20finance%20of%20innovation.%20John%20Wiley%20%26%20Sons.&f=false](https://books.google.es/books?hl=es&lr=&id=gXcfEAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA1&dq=Metrick,+A.,+%26+Yasuda,+A.,+(2021).+Venture+capital+and+the+finance+of+innovation.+John+Wiley+%26+Sons.++&ots=Lqofv2FARI&sig=6ib2gNGV7BY2xSztzGEc3cE4FDA&redir_esc=y#v=onepage&q=Metrick%2C%20A.%2C%20%26%20Yasuda%2C%20A.%20(2021).%20Venture%20capital%20and%20the%20finance%20of%20innovation.%20John%20Wiley%20%26%20Sons.&f=false)

MJ Hudson. (2022). EU SFDR vs SEC. Recuperado de <https://mjhudson.com/eu-sfdr-vs-sec/>

MJ Hudson. (2023). Sustainability Regulation for 2023. Recuperado de <https://mjhudson.com/sustainability-regulation-for-2023/>

MSCI (2023). MSCI World Index (USD)

MSCI. (2020). 30 Years of ESG. Recuperado de <https://www.msci.com/esg/30-years-of-esg>

MSCI (2022). MSCI ESG Investing. Better investments for a better world. < <https://www.msci.com/documents/1296102/23188071/MSCI-ESG-Investing-Brochure.pdf>>

Muñoz Vita, A. (2019). El modelo de Patagonia para ser una empresa más sostenible. Cinco Días. < [El modelo de Patagonia para ser una empresa más sostenible | Fortunas | Cinco Días \(elpais.com\)](#)>

- Ofiso (2022). Informe anual Ofiso. La financiación sostenible en España en 2022. < <https://www.ofiso.es/files/informe-anual-OFISO-La-financiacion-Sostenible-en-Espana-en-2022.pdf>>
- Phalippou, L. (2008). The hazards of using IRR to measure performance: The case of private equity. Available at SSRN 1111796. <<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=805083115115085064006088099116098124020009058049034037091094001006029072088001023124013048012118102116115016089106015002016072026033071081039081107026119119126105077003020092092078088068107095097008102113009007099095108065119122120104022026072090017&EXT=pdf&INDEX=TRUE>>
- Pictet (2022). INVERSIÓN TEMÁTICA DE PRIVATE EQUITY EN TECNOLOGÍA. <<https://am.pictet.es/peru/global-articles/2022/competencia/alternativos/inversion-de-private-equity-en-tecnologia>>
- PwC. (2021). Guía de inversión responsable Private Equity y Venture Capital. < <https://www.pwc.es/es/publicaciones/deals/assets/guia-inversion-responsable-pwc-ascr.pdf> >
- PwC. (2021). Informe Reporting ESG: Guía práctica para su correcta comprensión y aplicación. Recuperado de <https://www.pwc.es/es/esg/informe-reporting-esg.pdf>
- PwC. (2022). Asset and wealth management revolution 2022: Exponential expectations for ESG. <https://www.pwc.com/gx/en/financial-services/assets/pdf/pwc-awm-revolution-2022.pdf>
- PwC. (2022). strategy+business. (26 de octubre de 2022). The race to keep pace with investor expectations on ESG. < <https://www.strategy-business.com/article/The-race-to-keep-pace-with-investor-expectations-on-ESG>>
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of banking & finance*, 32(9), 1723-1742.
- Renta4. (29/05/2018). <https://www.r4.com/analisis-actualidad/-kkr-acuerda-la-compra-de-la-firma-de-software-empresarial-bmc>
- Riedl, A., & Smeets, P. (2017). Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds? Disponible en: [http://arnoriedl.com/pdf/RiedlSmeets\(WhyInvestorsHoldSRI\)Jan2017_vWP_n.pdf](http://arnoriedl.com/pdf/RiedlSmeets(WhyInvestorsHoldSRI)Jan2017_vWP_n.pdf)
- Schueth, S. (2003). Socially responsible investing in the United States. *Journal of business ethics*, 43, 189-194. file:///Users/tomastorremoncha/Downloads/A_1022981828869.pdf
- Sol, J (2021). El reto de construir una cultura empresarial sostenible. Recuperado de https://www.ey.com/es_es/espana-2022-grandes-tendencias-a-corto-plazo/el-reto-de-construir-una-cultura-empresarial-sostenible
- SpainCap (2023). Informe de actividad Venture Capital y Private Equity activity en España
- Spainsif (2022) “La inversión sostenible responsable en España 2022”. < <https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2022/10/Estudio-de-mercado-Spainsif-2022.pdf>>
- Sparkes, R., & Cowton, C. J. (2004). The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, 52, 45-57.
- Strömberg, P. (2008). The new demography of private equity. *The global impact of private equity report*, 1, 3-26.

The White House (2021). FACT SHEET: President Biden Sets 2030 Greenhouse Gas Pollution Reduction Target Aimed at Creating Good-Paying Union Jobs and Securing U.S. Leadership on Clean Energy Technologies. <<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2021/04/22/fact-sheet-president-biden-sets-2030-greenhouse-gas-pollution-reduction-target-aimed-at-creating-good-paying-union-jobs-and-securing-u-s-leadership-on-clean-energy-technologies/>>

UN PRI. (2006). The Principles for Responsible Investment. United Nations-supported Principles for Responsible Investment (PRI).

Unilever. (n.d.). Planeta y sociedad. <https://www.unilever.es/planet-and-society/>

Vista Equity Partners. (2023). < <https://www.vistaequitypartners.com/companies/portfolio/>>

Viviers, S., & Eccles, N. S. (2012). 35 years of socially responsible investing (SRI) research-general trends over time. *South African Journal of Business Management*, 43(4), 1-16. <file:///Users/tomastorremocha/Downloads/35_years_of_socially_responsible_investing_SRI_res.pdf>

