



GRADO DE AMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

Aplicación de los Factores ESG en la Inversión en *Private Equity*

Autor: Alfredo Pérez Garralda

Director: José Antonio Vega Vidal

Trabajo Fin de Grado

Madrid

Marzo 2023

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	4
1.1 Objetivos.....	5
1.2 Metodología.....	6
2. MARCO TEÓRICO	8
2.1 Factores ESG: Concepto y Desarrollo.....	8
2.2 Evolución histórica del ESG en Europa.....	11
2.3 <i>Private Equity</i> : Concepto y Desarrollo.....	14
2.4 Aplicación del ESG en el <i>Private Equity</i>	16
2.5 Normativa Europea.....	18
2.5.1 Reglamento de Taxonomía de la UE.....	19
2.5.2 <i>Sustainable Finance Disclosure Regulation</i> (SFDR).....	19
2.5.3 <i>Corporate Sustainability Reporting Directive</i> (CSRD).....	20
2.5.4 <i>United Nations Principles for Responsible Investment</i> (PRI).....	20
2.5.5 Críticas a la legislación.....	21
3. ANÁLISIS DE LA IMPORTANCIA DE LOS FACTORES ESG	23
3.1 Importancia para el LP.....	23
3.1.1 Caso Práctico LP: Kai Capital.....	23
3.1.1.1 Kai Capital.....	23
3.1.1.2 Acciones ESG.....	24
3.1.1.3 Entrevista.....	25
3.1.1.3.1 Peso de los factores ESG para la firma.....	25
3.1.1.3.2 Regulación.....	27
3.1.1.3.3 Opinión subjetiva.....	29
3.1.1.3.4 Futuro de Kai Capital.....	30
3.2 Importancia para el GP.....	31
3.2.1 Caso Práctico: AltamarCAM Partners.....	31
3.2.1.1 AltamarCAM Partners.....	32
3.2.1.2 Acciones ESG.....	33
3.2.1.3 ESG Due Diligences.....	35
3.2.1.4 Política de Exclusión.....	36
4. CONCLUSIÓN	38
5. BIBLIOGRAFÍA	41

Resumen

Desde la aparición de los factores ESG, su presencia en distintos ámbitos de nuestra economía ha ido creciendo progresivamente, de manera que, hoy en día, podríamos considerarlos un pilar fundamental en muchos sectores de nuestro sistema financiero. La inversión alternativa ha sido sujeto de este fenómeno, y el *Private Equity* ha visto cómo la influencia de la sostenibilidad se ha ido convirtiendo en un factor determinante en el mercado. Si bien es cierto que aún existen firmas reticentes a incorporar estos factores ESG en sus operaciones, la realidad es que tarde o temprano deberán cambiar su postura; pues todos los indicadores señalan a una continuación del crecimiento de estos aspectos. A través de este trabajo, trataremos de analizar la situación actual de los factores ESG en este mercado, sus limitaciones, retos y logros; y finalmente generar una conclusión respecto al futuro de los mismos.

Palabras clave: ESG, *Private Equity*, inversión alternativa, medioambiente, social, buen gobierno, sostenibilidad, ISR (Inversión Socialmente Responsable), PRI (*Principles for Responsible Investments*), Europa, legislación.

Abstract

Since the emergence of ESG factors, their presence in determined sectors of our economy has been progressively growing, to the point where we could consider them a fundamental pillar in many areas of our financial system. Alternative investment has been subject to this phenomenon, and Private Equity has seen how the influence of sustainability has become a determining factor in its own market. Even though it is true that there are still firms reluctant to incorporate these ESG factors into their operations, the reality is that they do not have much choice, as all indicators point to a continuation of the growth of these aspects. Through this essay, we will analyze the current situation of ESG factors in this market, their limitations, challenges, and achievements; and finally, draw a conclusion regarding their future.

Key words: ESG, Private Equity, alternative investment, environment, social, governance, sustainability, SRI (Socially Responsible Investment), PRI (Principles for Responsible Investments), Europe, legislation.

1. INTRODUCCIÓN

Con el paso de los años, la sociedad en la que vivimos ha ido desarrollando una mentalidad más responsable con el entorno que le rodea. Como producto del alto nivel de vida que la raza humana ha ido alcanzando, ciertos sectores de la sociedad comenzaron a dejar más de lado la búsqueda del crecimiento únicamente económico, para perseguir un crecimiento que respetase más los factores de su alrededor, y que buscase una mayor igualdad en la sociedad, aunque esto limitase, o incluso, fuera en detrimento de ese crecimiento potencial que mencionábamos previamente. Esta mentalidad se ha ido expandiendo tanto en el tiempo como en el espacio. Lo que antes podía ser observado únicamente en pequeños grupos, especialmente aquellos con una visión más responsable hacia el futuro, hoy en día lo podemos observar en prácticamente todos los ámbitos. Y la inversión, como veremos a continuación, es uno de ellos.

En base a este contexto, aparecen los factores ESG, que hacen referencia a *Environmental, Social and Governance*. Se tratan de tres aspectos que se han estipulado a nivel global, como veremos en apartados posteriores de este trabajo, con el fin de establecer y medir los efectos que tienen determinadas acciones, tanto en el medioambiente, como en la sociedad en la que se actúa. Por supuesto, los ESG se han convertido en elementos clave de las empresas, en torno a los que tomar sus decisiones comerciales, y llevarlas a cabo. En muchos casos, la búsqueda de inversores es un motivo clave para acercarse más hacia ese modelo ESG, y es que, según Cajiga Calderón (2022), esto “se justifica en gran medida por la necesidad de expresar el valor de la responsabilidad social de la empresa a inversores cada vez más concienciados y que buscan destinar sus inversiones a carteras y proyectos sostenibles, éticos y responsables”. Se han convertido, por tanto, en aspectos fundamentales de, prácticamente, la totalidad de las compañías a nivel global, y como consecuencia, de la mayoría de inversores.

En muchos casos, el mundo de la inversión viene acompañado de una imagen, o una connotación extremadamente capitalista, cuyo único y exclusivo interés es la búsqueda del mayor beneficio. Se podría decir incluso, que, en determinados sectores de la sociedad, aquellos profesionales o empresas dedicadas a invertir son vistos como actores egoístas, prácticamente maquiavélicos, cuyo único fin es la rentabilidad. Sin embargo, a través de la

aparición e irrupción de los factores ESG, esta imagen está cambiando, o está empezando a abrir el camino para ese cambio. A lo largo de este trabajo, trataremos de analizar cómo la aparición de estos aspectos, y su nuevo peso en las compañías, han cambiado la forma de actuar de las compañías, y si, realmente, estos cambios se traducen en mayores beneficios para la sociedad y el medioambiente en la que actúan.

1.1 Objetivos

Este trabajo tiene como objetivo principal arrojar cierta luz sobre la importancia y la presencia de los criterios ESG en la inversión en *Private Equity*. Mediante un análisis de los propios factores ESG, y de las medidas que los *General Partners*¹ (*GPs*) implementan para alinearse con la inversión sostenible, trataremos de entender cómo los factores ESG han cambiado el mundo de la inversión en *Private Equity*. A partir de esto, seremos capaces, o al menos trataremos de, analizar cómo de honestas son estas medidas, cómo afectan al interés de los *Limited Partners*² (*LPs*), y finalmente, que grado de cambio supone para la sociedad en la que actúa.

Para poder analizar la importancia y el peso de la sostenibilidad en la inversión, es necesario tener una idea de a qué nos referimos cuando hablamos de los factores ESG. Es por ello que comenzaremos este trabajo mediante un análisis de los siguientes aspectos relacionados con la sostenibilidad:

- Presentación y explicación exacta de los conceptos inversión sostenible, y factores ESG (*Environmental, Social and Governance*).
- La aparición de los factores ESG y la inversión sostenible en Europa, su evolución a lo largo de los años, y la adquisición de relevancia en múltiples sectores.
- Elementos que conforman la responsabilidad acorde con el ESG.
- Métodos de aplicación de los factores ESG en las diversas industrias.

¹ *General Partner (GP)*: Gestor de fondos (normalmente ajenos), encargado de identificar mercados con alto potencial para invertir y hacen una evaluación sobre el avance de su estrategia de inversión.

² *Limited Partner (LP)*: Sujetos que invierten en fondos de capital riesgo y capital privado, pero que no forman parte de las decisiones estratégicas del fondo.

Una vez comprendidos y analizados los conceptos mencionados previamente, la segunda parte de nuestro análisis abordará los conceptos relacionados con la inversión en *Private Equity*, a través de los siguientes elementos:

- Presentación del concepto inversión alternativa, y los elementos que la conforman, haciendo especial hincapié en el *Private Equity* y los conceptos *General Partner (GP)* y *Limited Partner (LP)*.
- Análisis de la inversión en *Private Equity*, su funcionamiento, y evolución a lo largo de la historia en Europa.
- Introducción y peso de la inversión sostenible y los factores ESG en el *Private Equity*.

Una vez llevado a cabo este análisis teórico de los dos objetos principales de estudio, procederemos a tratar de aplicarlos en los casos concretos de AltamarCAM Partners como *General Partner (GP)*, y Kai Capital como *Limited Partner (LP)*. Trataremos así de obtener las conclusiones más ajustadas a la realidad que nos pueda proporcionar nuestro estudio.

1.2 Metodología

Como ya hemos mencionado, para llevar a cabo este trabajo, comenzaremos con un análisis del marco teórico de los dos elementos a analizar: los factores ESG e inversión sostenible, y la inversión alternativa en *Private Equity*. Una vez establecido el marco teórico, procederemos a analizar dos casos reales.

Con el fin de llevar a la práctica la información tratada en la primera parte de este trabajo relacionada con el marco teórico, aplicaremos y analizaremos la importancia de los factores ESG para distintos actores reales del sector.

En primer lugar, y a través de una conversación/entrevista con Fernando López Rodríguez, estudiaremos la aplicación de los factores ESG en el *family office* Kai Capital Markets. Su actuación como *Limited Partner (LP)* en el sector, nos servirá para tratar de analizar las demandas que este tipo de firmas requieren a la hora de realizar sus inversiones. Utilizando un punto de vista interno y de un profesional de la inversión, trataremos de establecer la actitud que este tipo de actores presenta ante la situación analizada a lo largo de este trabajo.

En segundo lugar, y con el objetivo de analizar cómo se comporta un *General Partner (GP)* en este ámbito, estudiaremos el caso de AltamarCAM Partners como gestora de fondos. La creación de valor para los inversores, mediante acciones ESG, es uno de los puntos clave del papel de los GPs en este análisis, por lo que, a través de información que proporciona la propia firma vía página web, estudiaremos la actuación de una firma de gran tamaño a nivel nacional e internacional, como es AltamarCAM Partners.

Todo este análisis, nos permitirá llegar a la parte final de este trabajo, y elaborar las conclusiones pertinentes en función de la información que consigamos recabar y analizar; combinando el desarrollo teórico, con la aplicación de este a casos reales y prácticos.

2. MARCO TEÓRICO

2.1 Factores ESG: Concepto y Desarrollo

Los criterios ESG son un conjunto de criterios ambientales, sociales y de buen gobierno, que se utilizan para evaluar la sostenibilidad y la responsabilidad de las empresas. La sigla ESG se refiere a los términos *Environmental*, *Social* y *Governance*, y estos criterios se han convertido en una parte importante de la evaluación de las inversiones y la toma de decisiones de los inversores.

El medio ambiente constituye uno de los criterios para la evaluación ESG, debido a que las empresas pueden tener un impacto significativo en el medio ambiente, a través de sus operaciones y productos. Por lo tanto, los inversores buscan empresas que adopten prácticas sostenibles, y que reduzcan su impacto ambiental, a través de la optimización del uso de recursos y la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero.

El criterio social se refiere a cómo las empresas tratan a sus empleados, clientes y comunidades locales. Los inversores buscan empresas que adopten prácticas éticas y justas en estos ámbitos, como políticas de igualdad de género, protección de los derechos humanos y una cultura de la diversidad e inclusión.

La gobernanza se refiere a la forma en que las empresas son dirigidas y administradas. Los inversores buscan empresas que tengan una estructura de gobierno clara y transparente, con prácticas éticas y responsables en el desempeño de sus responsabilidades financieras. Esto incluye la rendición de cuentas, la transparencia en la toma de decisiones y la prevención de conflictos de interés. (Deloitte, 2021)

Los criterios ESG, a través de su medición y comparación, también se utilizan para evaluar la capacidad de una empresa para enfrentar y adaptarse a los desafíos futuros. Por ejemplo, una empresa que adopte prácticas sostenibles y responsables en áreas como la gestión del medio ambiente y la protección de los derechos humanos puede tener una ventaja competitiva y una posición más fuerte frente a posibles desafíos e incertidumbres.

Además, la evaluación de los factores ESG también puede ayudar a identificar oportunidades para mejorar el desempeño financiero de las empresas. Por ejemplo, una

empresa que adopte prácticas responsables en áreas como la gestión ambiental puede tener una imagen positiva que atraiga a consumidores conscientes y le permita ahorrar costos a largo plazo.

En resumen, los criterios ESG son un conjunto de criterios ambientales, sociales y de gobernanza que se utilizan para evaluar la sostenibilidad y la responsabilidad de las empresas. Son una parte importante de la evaluación de las inversiones y la toma de decisiones de los inversores, y buscan identificar empresas que adopten prácticas sostenibles y responsables en áreas como la gestión del medio ambiente, la protección de los derechos humanos y la gobernabilidad.

El énfasis en las prácticas ESG en los negocios está creciendo, pero lamentablemente todavía se utilizan de forma aislada en muchos casos y no como parte fundamental de la estrategia corporativa. Aunque no todas las compañías pueden aplicarlas, muchas aún las ven como secundarias y no esenciales. (Cajigas, 2022)

Las empresas están comenzando a entender que la responsabilidad social y la sostenibilidad son un requisito para ser una compañía exitosa y de larga duración, y ya no son una opción. Por lo tanto, están incorporando prácticas ESG en su plan estratégico para crear una empresa más sostenible y con un enfoque ambiental. Estas prácticas pueden ser incorporadas de muchas maneras, como usar fuentes de energía renovable, reducir los residuos, desarrollar productos o servicios nuevos para abordar las necesidades importantes de la sociedad y establecer políticas que promuevan la igualdad e inclusión en sus órganos de gobierno y equipos de trabajo.

La integración exitosa de ESG en la estrategia empresarial será una inversión a largo plazo para la compañía, y requerirá cambios en la forma de hacer las cosas para crear modelos de negocios sostenibles que tengan un impacto positivo en la sociedad.

Por otro lado, uno de los aspectos esenciales para que estas políticas tengan un efecto sobre los resultados de la compañía, es la comunicación. La comunicación es fundamental en el ámbito de los negocios ESG. No es suficiente llevar a cabo acciones si estas no se informan de manera adecuada y oportuna a los diferentes grupos de interés de la empresa,

como inversionistas, clientes, organizaciones medioambientales y sociales, consumidores, etc.

La información clara y efectiva sobre las prácticas ESG de las empresas es fundamental para diferenciarlas y atraer clientes. Por lo tanto, la comunicación es clave para que las empresas puedan informar al público y manejar su reputación. Continuamente, la legislación en estos ámbitos va aumentando, y los actores se van viendo obligados a presentar informes que justifiquen sus acciones ESG, y como satisfacen los requisitos de los legisladores (Lucanet, s.f.). Estos informes, a su vez, sirven para comunicar a los inversores las buenas prácticas de la empresa y sus objetivos en materia ESG. El negocio ya no se trata simplemente de vender productos y servicios, sino de construir relaciones con las partes interesadas y, específicamente, de gestionar la reputación de la empresa a través de la comunicación sobre sus acciones para mejorar la sociedad.

El enfoque de inversión responsable ha impactado en la forma en que las empresas son evaluadas en el sector empresarial. Por un lado, la evaluación tradicional se basa en medidas financieras como el ROIC o el crecimiento de la compañía, la deuda o el flujo de efectivo. Por otro lado, los inversores están comenzando a dar más importancia a los resultados no financieros basados en ESG.

Si una empresa es socialmente responsable y cumple con su compromiso ambiental, social y de buen gobierno, mientras mantienen sus aspectos financieros, permitirá crear empresas sostenibles. En la evaluación financiera de una compañía, existen herramientas estándar para calificar su capacidad de hacer frente a su deuda. Sin embargo, aún no existe una herramienta estándar para calificar su rendimiento ESG.

La integración completa de criterios ESG maximiza los beneficios y su futuro parece prometedor. Se ha observado un crecimiento activo en la inversión en empresas que tienen compromisos sociales y medioambientales. Aunque, a pesar del aumento de importancia de los ESG, la evaluación aún se basa en indicadores financieros. Sin embargo, se ha demostrado que considerar criterios sostenibles trae consigo estabilidad financiera, lo que resulta en una mayor atracción por la compañía. (Borrajo e Yzaguirre, 2022).

2.2 Evolución histórica del ESG en Europa

Para entender el origen de los criterios ESG, es necesario remontarse a conceptos previos que comenzaron a sentar cátedra en este ámbito, en concreto el concepto de ISR. Las siglas ISR responden a las siglas de Inversión Socialmente Responsable, y podríamos definirlo como “la forma de inversión que integra tanto criterios financieros como criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo en la toma de decisiones referidas al procedimiento de inversión, con el objetivo de provocar un impacto positivo en materia de desarrollo sostenible.” (Plana, 2020). Como podemos observar, la definición contiene importantes similitudes con la de factores ESG que mencionábamos previamente.

Aunque algunos autores logran encontrar las primeras apariciones de estas ideas incluso en ciertos textos religiosos, la verdad es que no podemos hablar de su primera aparición como tal, hasta los años 60, con la oposición hacia la Guerra de Vietnam. La ISR comienza a tener importancia en este momento, pero sólo en circunstancias muy concretas y específicas, como conflictos armados o el apartheid sudafricano.

El desarrollo de las ISR, o Inversiones Socialmente Responsables, se comienza a extender, especialmente a la Unión Europea, en los años 90 y primeros años del siglo XXI. Durante este periodo, hubo un aumento significativo en el número de fondos de inversión considerados como ISR, gracias en parte, al impulso del libro verde de la Comisión Europea "Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas" del año 2001.

La evolución y el crecimiento de la ISR, como hemos visto, sienta el precedente necesario para que los criterios ESG hagan su aparición. El origen de la inversión en ESG se remonta a enero de 2004, cuando Kofi Annan, ex Secretario General de la ONU, se dirigió a más de 50 CEO de importantes instituciones financieras, invitándolos a participar en una colaboración bajo el amparo del Pacto Mundial de las Naciones Unidas y con el respaldo del *International Finance Corporation* (IFC) y del Gobierno de Suiza. El propósito de la iniciativa era encontrar maneras de integrar los factores ambientales, sociales y de gobernanza en los mercados de capitales.

Un año después, esta colaboración resultó en el informe "*Who Cares Wins*" (Knoepfel, 2004), que defendía que incorporar elementos ambientales, sociales y de

gobernanza en los mercados de capitales era una buena decisión empresarial y conducía a mercados más sostenibles y a un mejor desempeño para las sociedades. Al mismo tiempo, la UNEP/Fi (Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente) publicó el informe conocido como "Informe Freshfield", que establecía los ESG como piezas claves de gran relevancia para la valoración financiera. En base a estos dos informes, se establecerán en 2006 los Principios para la Inversión Responsable (PRI) en la Bolsa de Nueva York y, un año más tarde, nacería la Iniciativa de Bolsa Sostenible (SSEI).

Por lo tanto, en términos generales, la evolución de la Responsabilidad Social Corporativa con la aparición de los factores ESG, ha experimentado un cambio en su enfoque, pasando de una perspectiva negativa, basada en la exclusión de empresas que no cumplen con ciertos criterios, a una más positiva, que valora la inclusión de empresas ejemplares en las carteras de inversión. Finalmente, han surgido criterios de participación que implican la adquisición de un número suficiente de acciones de una empresa para tener influencia en la toma de decisiones en la Junta de Accionistas. (Barbeito et al., 2007)

Centrándonos en el contexto europeo, es importante destacar cómo las administraciones de diferentes países están tratando de fomentar la Inversión Socialmente Responsable (ISR) y el peso de los factores ESG, a través de la creación de Foros de Inversión Social. Estos foros tienen como objetivo promover la ISR, llevando a cabo campañas informativas y asesorando públicamente sobre las buenas prácticas empresariales, además de facilitar el diálogo y la difusión de la Responsabilidad Social. En Europa existen siete foros en países como Reino Unido, Países Bajos, Alemania, Francia, Italia, Suiza o Bélgica, mientras que otros, como España, están en proceso de lanzamiento.

En los últimos años, la ISR ha sido impulsada desde distintos ámbitos en Europa, incluyendo recomendaciones de líderes políticos en Consejos Europeos y el desarrollo de mecanismos políticos, institucionales y financieros importantes, como la obligación de que los planes de pensiones publiquen su política sobre ISR en ciertos países. En 2001 surgió en Europa el *Eurosif (European Social Investment Forum)*, el Foro Europeo para la ISR. Impulsado por cinco foros nacionales de inversión social en Francia, Alemania, Italia, Países Bajos y Reino Unido (posteriormente se uniría Bélgica), trabaja en conjunto con la Comisión Europea para promover y desarrollar la ISR en Europa.

Este foro agrupa a todos los actores involucrados en el mercado de ISR en Europa, como los gestores de fondos, agencias de rating e inversores institucionales, y se creó con el propósito de brindar al sector y al mercado de ISR una herramienta completa, estandarizada y verificada en forma de Líneas Directrices de Transparencia para el sector financiero ISR en el mercado *retail*. Con esta herramienta, los gestores de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) o fondos de inversión, pueden comunicar y difundir las características principales de este tipo de inversiones en el mercado *retail*, para que todos los inversores interesados en invertir con criterios ISR puedan encontrar información detallada sobre el desarrollo y el comportamiento de las IIC europeas.

El peso de la ISR y los factores ESG en el contexto europeo, ha llegado hasta tal punto que hasta el Banco Central Europeo ha anunciado, con suficiente claridad, su intención de establecer los objetivos climáticos como puntos clave de sus futuras políticas. Pese a enfrentarnos en el continente europeo a uno de los peores contextos macroeconómicos más desfavorables de los últimos 50 años, desde el BCE se niegan a relegar al desempeño climático a segundo plano. La finalidad de las propuestas presentadas por el Banco Central Europeo es reorientar las inversiones en bonos corporativos hacia emisores que tienen un impacto ambiental positivo y adoptar prácticas de transparencia y gestión de riesgos climáticos innovadoras.

El Banco Central Europeo ha presentado recientemente información (Banco de España, 2023) sobre su estrategia para la descarbonización de sus inversiones en bonos y su presidenta, Christine Lagarde, ha demostrado un compromiso sólido con la integración de los riesgos ambientales como un aspecto clave de su enfoque. El objetivo del Eurosistema es descarbonizar gradualmente sus tenencias en bonos corporativos acorde con los objetivos del Acuerdo de París. Con este fin, el Eurosistema pretende dirigir sus inversiones hacia emisores con un desempeño climático positivo mediante la reinversión de los importantes reembolsos previstos para los próximos años. (European Central Bank, 2023)

La evaluación del desempeño climático se llevará a cabo mediante la identificación de los niveles de emisiones de gases de efecto invernadero más reducidos, metas más ambiciosas de disminución de carbono y una mayor transparencia en la información climática. La reorientación de los activos emitidos por empresas con un buen desempeño

climático significa que estos activos tendrán una proporción mayor en el balance del Eurosistema en comparación con las empresas con un desempeño climático deficiente. Esta iniciativa busca mitigar los riesgos financieros asociados al cambio climático en el balance del Eurosistema.

Como podemos ver, los factores ESG han logrado alcanzar un alto nivel de importancia en el continente europeo, y el rápido incremento en su popularidad es fruto de muchos años de trabajo en materia de ISR. Sin duda, una vez alcanzado este grado de importancia en nuestra sociedad, el primer objetivo es no dar pasos hacia atrás, y podemos ver cómo, desde las instituciones de mayor importancia a nivel europeo, la lucha pasa por seguir remando en esta dirección, y fomentar el respeto por los factores ESG. (Banco de España, 2022)

2.3 *Private Equity*: Concepto y Desarrollo

Para continuar con nuestro análisis del marco teórico, es momento de situar el concepto de *Private Equity*, para así poder seguir avanzando con nuestro estudio. Cuando hablamos de *Private Equity*, nos referimos a un modelo de inversión alternativo a los mercados tradicionales, que permite a los inversores acceder a oportunidades de inversión en compañías no cotizadas en bolsa, y que no están disponibles para el público en general. Este tipo de inversiones se realizan a través de fondos privados, que son administrados por un equipo de profesionales de *Private Equity* con amplia experiencia en el sector y una sólida red de contactos en el mercado.

Una de las principales características del *Private Equity* es su enfoque a largo plazo, lo que significa que los inversores pueden esperar mantener sus inversiones durante un período de tiempo prolongado, generalmente de entre 5 y 10 años. Esto se debe a que la finalidad del *Private Equity* es mejorar la rentabilidad de las empresas en el largo plazo, en lugar de obtener ganancias a corto plazo. Además, el *Private Equity* se enfoca en adquirir participaciones controladoras en las empresas en las que invierte, lo que le permite tener un mayor control sobre su dirección y estrategia. Esto, a su vez, permite a los inversores influir en la toma de decisiones clave y en la implementación de estrategias de mejora. A través de estas estrategias como la reestructuración financiera, la mejora de los procesos internos, la

expansión en nuevos mercados o la adquisición de activos complementarios; permiten al inversor alcanzar tasas de rentabilidad superiores a las del mercado.

Para poder enfocarnos más en el asunto que nos ocupa, cabe destacar la importancia que tiene este tipo de inversión en el continente europeo. Se considera un sector clave, ya que contribuye significativamente a la economía y al desarrollo empresarial de la región mediante:

1. Financiación para el crecimiento: A través de la inversión en *Private Equity* proporciona financiación a compañías que buscan expandirse y crecer, especialmente en un entorno económico incierto. Esto permite a las empresas acceder a financiación a largo plazo y a una estructura de capital flexible, lo que les permite concentrarse en su crecimiento y desarrollo.
2. Mejora de la eficiencia empresarial: El objetivo de este tipo de inversión radica en mejorar la eficiencia y la rentabilidad de las compañías en las que invierte, lo que les permite ser más competitivas y sostenibles a largo plazo. Esto también contribuye a la creación de empleo y a la mejora de la economía en general.
3. Fortalecimiento de la economía, gracias a que ayuda a fortalecer la totalidad de la economía al brindar financiación a compañías en crecimiento, al mismo tiempo que contribuye a la creación de riqueza y a la generación de ingresos para los inversores.
4. Promoción de la innovación: Se debe tener en cuenta también el papel que el *Private Equity* ocupa en el impulso de la innovación en Europa, al apoyar a compañías con ideas y tecnologías prometedoras, así como a compañías que están invirtiendo en la investigación y desarrollo.

En resumidas cuentas, el *Private Equity* juega un papel clave en la economía europea, al proporcionar financiación y apoyo a compañías en crecimiento, mejorar la eficiencia empresarial y fortalecer la economía en general. (Alemany, 2004)

Por otro lado, en términos cuantitativos, el peso del *Private Equity* en Europa varía según los países y las fuentes de información, pero en general se considera que es un sector significativo y en crecimiento. Según Invest Europe (2021), el sector del *Private Equity* en Europa alcanzó una recaudación de 118.000 millones de euros en activos bajo gestión a

finales de 2021. En términos de contribución al PIB europeo, se estima que el sector del *Private Equity* genera el 0,76% del PIB de la UE, lo que demuestra su importancia económica en la región para esta misma fecha. (Invest Europe, 2021)

2.4 Aplicación del ESG en el *Private Equity*

En un período de tiempo relativamente corto, las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) se han elevado desde una posición secundaria a una posición central en la agenda corporativa. Sin embargo, muchas organizaciones, incluidas las empresas de capital privado, enfrentan desafíos para llevar a cabo el imperativo ESG. Las empresas de *Private Equity* a menudo se encuentran en una lucha constante por equilibrar los objetivos aparentemente conflictivos de generar rendimientos para los inversores y cumplir con los objetivos ESG más amplios de sus partes interesadas. (PwC, 2021)

Desde la perspectiva de los inversores, se observa una tendencia hacia la adopción de modelos de gestión más sostenibles por parte de los *General Partners*, motivada por la presión ejercida por un activo grupo de *Limited Partners*. Un ejemplo de esta tendencia es la iniciativa liderada por la *Net Zero Asset Owner Alliance*, que consiste en el compromiso de una serie de grandes inversores para transformar sus portfolios en carteras de cero emisiones de efecto invernadero para 2050. Representa un significativo volumen de activos bajo gestión y busca impulsar la transición hacia la neutralidad climática en los portfolios de inversión. (UNEP FI, s. f.). Adicionalmente, el compromiso de empresas como BlackRock, cuyo CEO, Larry Fink (2022), ha expresado su compromiso con la neutralidad climática para el año 2050, ha fortalecido esta tendencia hacia la inversión sostenible. Asimismo, el avance en soluciones tecnológicas en el ámbito medioambiental ha contribuido a hacer más viable la adopción de modelos de gestión sostenibles, gracias a que resulta cada vez más económico generar energía eléctrica a partir de fuentes renovables que a partir de combustibles fósiles, una tendencia que se extiende a nivel global en aproximadamente dos tercios de los países. (Bascones, 2021)

Por parte de las compañías de capital privado, resulta evidente que en los últimos años se ha dado una evolución en la actitud de estas en relación con los aspectos relacionados con la ESG, como podemos observar en la *Ilustración 1*, referente a la importancia relativa que le dan las firmas de capital privado encuestadas en *el Global Private Equity Responsible Survey 2021*, a cada aspecto de la ESG. Destacan tanto la influencia de estos factores en la toma de decisiones de inversión y en la creación de valor empresarial, así como su impacto en la determinación de los múltiplos de una operación.

IMPORTANCIA RELATIVA QUE LE DAN LAS FIRMAS DE CAPITAL PRIVADO ENCUESTADAS A CADA ASPECTO DE LA ESG

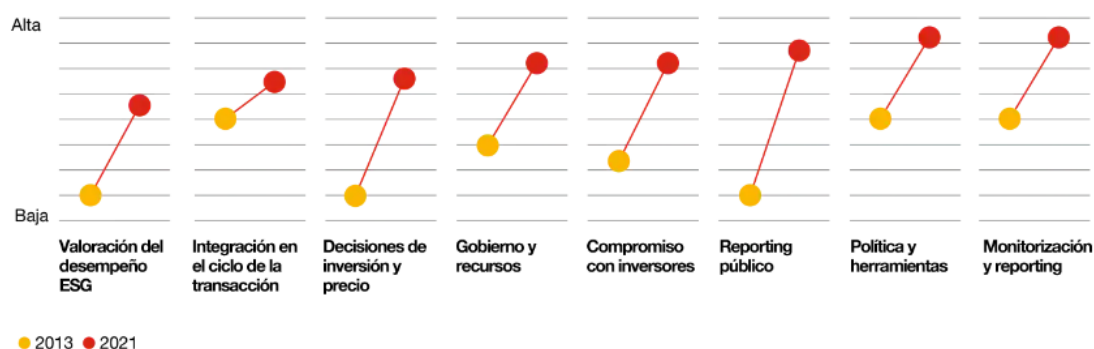


ILUSTRACIÓN 1

Fuente: Global Private Equity Responsible Survey 2021

Esta nueva fase de madurez se debe a varios factores, entre los que se encuentra la mejora en la rentabilidad de los fondos centrados en ESG, que ha sido impulsada por el aumento de la demanda de inversores más exigentes en cuanto a sus estándares éticos. Adicionalmente, en el sector financiero se han tomado en cuenta el impacto financiero de factores como los cambios en los hábitos de consumo hacia productos más sostenibles, posibles nuevas regulaciones relacionadas con las temáticas ESG y la influencia de las políticas de diversidad e inclusión en la reputación de las empresas. (PwC España, 2021)

En el contexto del *Private Equity*, los factores ESG son cada vez más relevantes debido a la creciente preocupación por el impacto social y ambiental de las inversiones y pueden afectar de varias maneras. La integración de los factores ESG puede tener un impacto

significativo en el rendimiento financiero de las empresas en las que se invierte. Por ejemplo, la inversión en empresas que tienen altos estándares ambientales y sociales puede aumentar la eficiencia y la rentabilidad a largo plazo, ya que la gestión responsable de los recursos y la mitigación de los riesgos pueden generar beneficios económicos.

Además, los factores ESG pueden afectar a la reputación y la marca del *Private Equity*, así como a las relaciones con los inversores y otras partes interesadas. Los inversores están cada vez más interesados en invertir en empresas que cumplan con los criterios ESG, y pueden evitar invertir en empresas que no cumplan con los mismos. La falta de atención a los factores ESG también puede afectar negativamente a la relación con las partes interesadas, como clientes, empleados y reguladores. (PwC España, 2021)

Por otro lado, los factores ESG pueden afectar al riesgo y la resiliencia de las empresas en las que se invierte. La gestión responsable de los factores ESG puede reducir los riesgos legales, financieros y operativos, lo que puede hacer que las empresas sean más resistentes a las crisis y más estables en el largo plazo. La integración de los factores ESG puede ser un factor importante en la generación de valor a largo plazo. Las empresas que abordan los factores ESG pueden mejorar su posición competitiva, atraer y retener talento y capital humano, y mejorar la eficiencia operativa. Además, la inversión en empresas que tienen un impacto positivo en la sociedad y el medio ambiente puede tener beneficios adicionales, como el aumento de la satisfacción de los empleados y la mejora de la imagen corporativa. (PwC España, 2021)

2.5 Normativa Europea

Procederemos a continuación, a considerar y analizar la normativa que los organismos europeos han desarrollado en torno a los factores ESG en la inversión alternativa en *Private Equity*. Destacan, en este aspecto, tres reglamentos: El Reglamento de Taxonomía de la Unión Europea, la *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) o Reglamento de Divulgación y la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) o Directiva de Información no Financiera y Diversidad Corporativa.

2.5.1 Reglamento de Taxonomía de la UE

El Reglamento de Taxonomía de la UE es una normativa jurídica vinculante que establece un marco común para la clasificación de actividades económicas sostenibles en la Unión Europea (UE), aprobada en 2020. El objetivo principal de este reglamento es fomentar la inversión sostenible y apoyar la transición hacia una economía baja en carbono y resiliente al clima. (Nordex, 2022)

El reglamento define una clasificación de actividades económicas sostenibles, que se basa en un conjunto de criterios técnicos científicos. Estos criterios están diseñados para evaluar si una actividad económica contribuye de manera significativa a uno o más objetivos ambientales, como la mitigación del cambio climático, la adaptación al mismo, la protección y uso sostenible de recursos hídricos y marinos, la transición hacia una economía circular, la prevención y control de la contaminación, y la protección y restauración de la biodiversidad y los ecosistemas. El reglamento establece una serie de requisitos de divulgación para las empresas que deseen comercializar instrumentos financieros sostenibles. Las empresas deben proporcionar información clara y precisa sobre la contribución de sus actividades económicas a los objetivos ambientales de la UE, utilizando la taxonomía de la UE como marco de referencia. (Reglamento UE, 2020)

2.5.2 Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)

En segundo lugar, la SFDR es un reglamento de la Unión Europea que establece requisitos de divulgación para los gestores de fondos y otros proveedores de servicios financieros con respecto a la sostenibilidad de sus productos y servicios financieros, aprobado en 2019. Su objetivo es mejorar la transparencia y la comparabilidad de la información relacionada con la sostenibilidad de los productos y servicios financieros para los inversores y los clientes. (Nordex, 2022)

El SFDR establece diferentes niveles de divulgación de acuerdo con el grado en que un producto financiero se considere sostenible. Para los productos financieros que se consideren sostenibles según las definiciones de la UE, se requerirá una mayor publicación de información. Los gestores de fondos y otros proveedores de servicios financieros deben aportar información sobre cómo se integra la sostenibilidad en su estrategia de inversión, qué impacto tiene la sostenibilidad en sus inversiones, cómo miden y evalúan el impacto de sus

inversiones en la sostenibilidad, y cómo se dividen las inversiones según los criterios de sostenibilidad.

Además, el SFDR establece requisitos de divulgación específicos para los productos financieros que se comercializan como "productos financieros sostenibles". Estos requisitos incluyen información sobre los criterios de sostenibilidad utilizados, cómo se han aplicado estos criterios, cómo se ha evaluado el impacto de los productos financieros en la sostenibilidad y cómo se informa a los inversores sobre el impacto de los productos financieros en la sostenibilidad. (Reglamento UE, 2019)

2.5.3 Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)

La CSRD es una directiva de la Unión Europea que establece requisitos de informes no financieros para las empresas de cierto tamaño que cotizan en bolsa y que están ubicadas en los Estados miembros de la UE, aprobada en 2022. El objetivo de la CSRD es mejorar la transparencia y la responsabilidad social de las empresas y promover la sostenibilidad a largo plazo. (Nordex, 2022)

La directiva requiere que las empresas informen sobre cuestiones no financieras, como el impacto ambiental y social, la igualdad de género, la diversidad y la lucha contra la corrupción. La CSRD exige que las empresas informen sobre la manera en que gestionan estos riesgos y oportunidades y cómo se integran en su estrategia y modelo de negocio, y establece requisitos específicos de informes sobre la diversidad en los consejos de administración, incluyendo información sobre la edad, el género, la educación, la experiencia profesional y el origen geográfico de los miembros del consejo de administración. Además, la CSRD requiere que las empresas proporcionen información sobre sus políticas de sostenibilidad y su cadena de suministro, incluyendo la identificación de los riesgos ambientales y sociales en sus cadenas de suministro. (Directiva UE, 2022)

2.5.4 United Nations Principles for Responsible Investment (PRI)

Los Principios para la Inversión Responsable es una iniciativa que tiene como objetivo fomentar la implementación de cuestiones sociales, ambientales y de buen gobierno; en las decisiones de inversión de lo que ellos llaman signatarios. A través de seis principios, el PRI trata de proporcionar a los diversos actores participantes en este sistema financiero,

información acerca del grado de compromiso con las cuestiones ESG, que tienen el resto de actores. (UN PRI, 2022)

Al contrario que las otras normativas expuestas hasta ahora en este trabajo, esta herramienta no supone una obligación, sino que tiene un carácter voluntario. Es decir, aquellas gestoras de fondos que quieran participar de esta iniciativa, lo harán comprometiéndose mediante una declaración; y a partir de entonces serán sujetos de ser juzgados en función de los seis principios que constituyen los PRI, siendo otorgados con una puntuación entre uno y cinco estrellas. Los seis principios sobre los que giran los PRI son los siguientes:

- Principio 1: Incorporar aspectos ESG en los análisis de inversión y toma de decisiones
- Principio 2: Aplicar aspectos ESG en las prácticas y políticas de los activos propios.
- Principio 3: Divulgación adecuada de los aspectos ESG de los activos en los que se invierta.
- Principio 4: Promover la introducción de los propios PRI en el sector de las inversiones.
- Principio 5: Trabajo colaborativo para mejorar la efectividad en la aplicación de los principios.
- Principio 6: Presentación de informes que justifiquen nuestras actividades y progreso en materia ESG relacionada con los PRIs.

Esta herramienta, respaldada por el Programa Medioambiental de las Naciones Unidas y el Pacto Global de las Naciones Unidas, suponen uno de los más comunes parámetros para medir el compromiso de los distintos actores en materia de ESG. Más adelante en este trabajo, veremos su aplicación directa en los casos prácticos que analizaremos. (UN PRI, 2022)

2.5.5 Críticas a la legislación

Como podemos observar la legislación en el continente europeo no para de crecer en torno a la sostenibilidad, especialmente en el mercado de los *Private Equities*. A través de

las tres primeras normativas enunciadas, aprobadas en un régimen prácticamente anual y consecutivamente, podemos observar cómo la ambición de la UE por desarrollar un sistema más sostenible se trata de algo continuado en el tiempo. La legislación no para de incrementar en este aspecto, lo que, pese a todo, está siendo fruto de controversia, y está sembrando dudas en torno a la eficacia de las medidas. (Diario Responsable, 2022)

Estas dudas, radican en la problemática de que, la legislación que se ha ido desarrollando con el paso de los años con el fin de armonizar los indicadores de los factores ESG, para facilitar su medición, ha incurrido en un error de formato. Con tanta legislación, alcanzar determinados niveles de sostenibilidad se está convirtiendo en simplemente “completar una *check-list*”, para así lograr los objetivos que demandan los índices de la legislación, y de esta manera evitar cualquier tipo de sanción o problemática al respecto. Esto plantea serias dudas, al brindar a muchas empresas, sin ningún tipo de interés por la sostenibilidad, la oportunidad de, mediante pequeños cambios superficiales, acceder a una acreditación o valoración respecto a los ESG excesiva para con su compromiso real. A su vez, aleja a aquellas compañías, cuyas acciones enfocadas a la sostenibilidad, realmente suponían un impacto para la sociedad, pero que por no estar incluidas en las *check-lists* de la legislación, pueden suponer un detrimento para la propia compañía. (Diario Responsable, 2022)

3. ANÁLISIS DE LA IMPORTANCIA DE LOS FACTORES ESG

En el momento que tratamos de analizar la importancia que los factores ESG pueden suponer en la inversión en *Private Equity*, es necesario, como ya hemos dicho previamente, poner el foco en los dos puntos de vista clave: la perspectiva del LP como inversor, y la perspectiva del GP como gestor de las inversiones.

3.1 Importancia para el LP

En primer lugar, el análisis de la importancia del criterio ESG para los LPs, debe centrarse en aquellos motivos relacionados con la sostenibilidad, que puedan afectar a la toma de decisiones del inversor; y que, pese a existir la posibilidad de una pérdida de rentabilidad, supone una ventaja para el propio LP. Obviamente, esto deriva en muchas otras ramificaciones que, por su influencia, requieran de un análisis extra, como pueden ser los marcos legales a los que se deben ajustar, o los problemas de *brand-washing* que mencionábamos previamente.

3.1.1 Caso Práctico LP: Kai Capital

Con el fin de situar sobre la realidad todos los análisis previos que hemos ido realizando a lo largo de este trabajo, se ha llevado a cabo una entrevista con Fernando López Rodríguez, Director de inversiones en Kai Capital. Mediante esta entrevista se ha preguntado al directivo acerca de las políticas ESG de la firma, los criterios de sostenibilidad que emplean en su toma de decisiones, la normativa a la que han de ajustarse, su opinión en torno a la evolución de los factores ESG, y el futuro de la firma relativo a estos aspectos.

3.1.1.1 Kai Capital

Para poner un poco de contexto en torno a la entrevista, Kai Capital es un *family office* dedicado a la gestión de sus propios recursos (no gestionan recursos de terceros) y optimización de recursos desde una plataforma ágil e innovadora. Fundado y situado en Santander, Cantabria; se trata de una gestora de fondos que actúa a nivel nacional e internacional, cuyos fundamentos se sostienen sobre tres pilares fundamentales de acuerdo con su propuesta: Preservar el patrimonio, alcanzar una rentabilidad razonable, y realizar inversiones con impacto positivo en la comunidad. La gestión de sus fondos se enfoca en tres áreas de negocio principales, que son los activos empresariales (donde incluyen la inversión

en *Private Equity* sobre la que gira este estudio), el mercado de capitales, y el mercado inmobiliario.

3.1.1.2 Acciones ESG

Como podemos observar, desde un primer momento Kai Capital pone de manifiesto su interés por el apoyo a la comunidad, presumiendo de una gestión ética de los recursos, y estableciendo un firme compromiso de transparencia y responsabilidad con la sociedad. Siendo este el asunto que mayor interés nos inspira a la hora de realizar el análisis, la firma consta con un compromiso social enfocado en la realización de inversiones que están intrínsecamente relacionadas con la responsabilidad social, la sostenibilidad y la ética. La entidad mantiene estrechos vínculos con diversos agentes sociales que contribuyen a la mejora del entorno como la Asociación Banco de Alimentos de Cantabria, la Asociación Española Contra el Cáncer AECC, o la Asociación AMICA. El compromiso de Kai Capital se refleja en su participación y su capacidad de involucrarse en cada causa, desde la convicción de formar parte del desarrollo, evolución y transformación de la sociedad. (Kai Capital, 2022)

Como ejemplo de esta visión relacionada con la sostenibilidad, y que, a su vez, relaciona con el otro tema clave de este estudio, el *Private Equity*, resulta interesante fijar la mirada en alguna de las empresas en las que la firma ha invertido, y que tienen como objetivo mejorar, de alguna manera, aspectos medioambientales o sociales. (Kai Capital, 2022). En primer lugar, desde su propia página web, se puede observar como una de las apuestas del *family office* es Banbu Cosmética Natural, SL. Esta *start-up* cántabra, galardonada como la más innovadora de la región en los Premios Emprende XXI, “produce cosmética ‘zero waste’ a partir de ingredientes 100% naturales certificados, veganos, no tóxicos y libre de maltrato animal. Tras varios años en el sector, esta empresa española ha logrado posicionarse en el mercado con una línea cosmética que promueve un nuevo estilo de vida, consciente con el planeta.” (Kai Capital, 2023) Como podemos observar, se trata de una inversión que tiene como objetivo, además de la búsqueda de rentabilidad, generar un cambio en la sociedad mediante el impulso de productos sostenible responsables con el medioambiente. Por otro lado, la firma también ha sembrado su semilla, y apuesta por Energía Capital Industrial, una compañía que ofrece servicios energéticos, especializada en los paneles fotovoltaicos, cuyo

objetivo es equilibrar el consumo de energía, hacia un uso más sostenible y verde. Es decir, la firma ya muestra su compromiso con el cambio en el entorno medioambiental, a través de sus inversiones directas en activos empresariales.

3.1.1.3 *Entrevista*

La entrevista, como ya se ha mencionado previamente, tiene como objetivo principal abordar los temas necesarios para entender el papel que los factores ESG tienen para los LPs a la hora de la toma de decisiones de inversión. Para ello, se ha elaborado una batería de preguntas que sirvan para facilitarnos esta información, y poder así, formular una respuesta a nuestro estudio, indagando acerca de los criterios que utilizan en la firma para certificar la sostenibilidad de sus inversiones, la legislación o certificaciones que rodean a la firma como LP, e incluso abordando casos concretos como la inversión del *family office* en Banbu Cosmética Natural, SL. No solo se abordarán la actividad de la firma como tal, sino que, además, se incluirán opiniones personales del CEFA de la misma, como profesional del sector con una dilatada carrera en este, acerca de la progresión, la situación actual, y la importancia de estos aspectos sostenibles en el panorama de la inversión.

3.1.1.3.1 *Peso de los factores ESG para la firma*

Desde un primer momento, y con el fin de poder asentar, desde el principio, el peso de los factores ESG para la firma a la hora de la toma de decisión, es importante saber los criterios que Kai Capital tiene en cuenta a la hora de elegir sus inversiones. López Rodríguez aborda el tema desde dos puntos de acción clave: la forma de inversión del *family office*, y el propio peso de la sostenibilidad en el modelo.

Kai Capital diversifica su capital en dos tipos de inversión principalmente: fondos de inversión, donde gran parte de su aportación va dedicada a la inversión en *Private Equity*; e inversión directa en empresas. A través del primer tipo de inversión, donde incluyen su participación en fondos como *Bridgepoint Capital*, *Chequers Capital*, *Astorg Partners*, *Genstar Capital*, o *AltamarCam Partners*; Kai Capital se nutre de una serie de informes donde los propios fondos, al tratarse de firmas de gran tamaño, muestran su acción respecto a la sostenibilidad, y dejan clara su aportación a la sociedad. Por otro lado, en cuanto a la inversión directa en empresas, es la propia firma la que se encarga de hacer sus análisis y analizar el impacto que las opciones de inversiones generan en la sociedad.

A la hora de establecer unos criterios claros respecto a la toma de decisiones, parece que Kai Capital no se rige por unas pautas definidas numéricamente, o de carácter cuantitativo; sino que es un factor que tienen en cuenta de manera complementaria, especialmente cuando se trata de fondos de inversión alternativa como los mencionados previamente. López Rodríguez menciona que, mientras existen LPs que en sus propias normativas tienen condiciones de obligado cumplimiento por sus inversiones basados en determinados requisitos establecidos relacionados con el Artículo 8³ y Artículo 9⁴ de la SFDR de la Unión Europea por ejemplo, desde Kai Capital no se establecen estas normas. Al tratarse de una firma de menor tamaño, y depender únicamente de capital propio, prefieren no limitar sus opciones de inversión mediante estas medidas, aunque sí que tengan en cuenta los factores ESG de manera más cualitativa. Es decir, no contemplan descartar una inversión porque no cumple criterios concretos, o decantarse por otra por la misma razón; pero si afirman que lo valoran. Si se ven ante dos opciones de inversión, cuyas proyecciones de rentabilidad son similares, y cuentan con una ratio riesgo-retorno parecido, pero una de ellas cuenta con un mayor impacto positivo en la sociedad que la otra, se decantarán por aquella opción que presente los mejores datos ESG; pero no lo consideran un motivo principal a la hora de tomar decisiones, sino más bien, complementario.

Sin embargo, cuando se trata de inversión en activos empresariales directamente, como es el caso de Banbu o Energía Capital Industrial, el papel de los factores ESG gana importancia. Al ser el propio Kai Capital el encargado de analizar el impacto de sus inversiones en este sector, López Rodríguez menciona que lo tienen muy en cuenta. Considera que, en la época en la que vivimos, el impacto de las empresas debe suponer un beneficio para la sociedad, y la industria que nos rodea debe generar un cambio en estos aspectos. Poniendo el ejemplo de Banbu, la firma pretende situarse como un impulsor de este tipo de compañías que favorecen el medioambiente, y procuran ser partícipes de este cambio. Además, desde Kai consideran que es financieramente inteligente invertir en sectores relacionados con el impacto positivo en la sociedad. Se trata de una idea en auge, y teniendo en cuenta el apoyo y potenciación, por parte de actores institucionales, gubernamentales, e

³ Artículo 8 de la SFDR: Clasificación que se le otorga a un fondo de inversión cuando promueve características medioambientales y sociales siempre que las empresas en las que se invierte sigan prácticas de buen gobierno.

⁴ Artículo 9 de la SFDR: Clasificación que se le otorga a un fondo cuyo objetivo sostenible es la razón de ser del fondo y es capaz de demostrar que es lo que hace para conseguirlo.

incluso privados; la inversión en este tipo de activos genera una seguridad y una propuesta de valor cuya rentabilidad es muy favorable. Es decir, ya no es únicamente que la firma tenga en cuenta estos aspectos debido a su conciencia de impacto positivo en la sociedad, sino que, además, el hecho de incluir estos factores en la propuesta de valor de las compañías genera unas condiciones financieras que favorecen la rentabilidad de la inversión.

López Rodríguez menciona además que, aunque bien es cierto que no cuentan con unos parámetros o criterios concretos relacionados con el ESG, si que es verdad que brindan una mayor atención a los apartados de *Governance*, especialmente a la hora de invertir en fondos de inversión privada. Al tratarse de firmas que no son públicas, es decir que no cotizan en bolsa, no tienen la obligación de presentar sus datos, ni tienen la obligación de cumplir ningún requisito, como sí ocurriría en el caso de las empresas públicas; por lo que, en muchos casos, es más complicado establecer unos valores claros en base a datos. Por estos motivos, desde Kai fijan su atención en aquellas firmas donde la gobernabilidad cuente con un rating más alto, sobre todo en vistas a la transparencia. Cuanta mayor transparencia con relación a datos, decisiones y riesgos, mayor es la posibilidad de que la firma decida invertir en esa compañía. Por otro lado, la parte medioambiental es la que menos importancia supone para la firma a la hora de analizar los fondos en los que invertir, ya que, de acuerdo con López Rodríguez, este aspecto está mucho más regulado y todas las firmas están obligadas a cumplir una serie de requisitos que aseguren el cuidado y respeto por el medioambiente. Mientras que en el aspecto de gobernabilidad, como decíamos antes, nadie controla ni reclama información a las empresas privadas.

3.1.1.3.2 Regulación

Enlazando el tema anterior, donde se menciona la regulación medioambiental de los fondos, se abre el siguiente aspecto importante a tener en cuenta en vistas a este análisis: la regulación. López Rodríguez explica que, por el momento, el control por parte de la CNMV (órgano de regulación de las SCRs), se limita a meras recomendaciones. Aunque los factores ESG están ganando importancia a lo largo de estos años, la institución regulatoria de las SCRs no ha presentado ningún tipo de limitación o marco legal en torno a estos aspectos. Sin embargo, es destacable la existencia de sellos y/o certificaciones como pueden ser los *Principles for Responsible Investment* (PRI). Se trata de una herramienta que los LPs tienen

a su disposición, y que tiene como función favorecer la inclusión de factores ESG entre los activos de su cartera. A través de una serie de requisitos, los LPs tienen la posibilidad de cerciorarse de que, aquellos activos en los que invierten cumplen con unas métricas socialmente responsables respaldadas por la Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente y el Pacto Global de las Naciones Unidas. De esta manera, teniendo activos con esta certificación PRI, la SCR puede distinguirse de los demás, teniendo en cuenta su notable responsabilidad social, medioambiental y de gobernabilidad. Pero como López Rodríguez menciona, se trata de herramientas totalmente voluntarias y que están al servicio y gusto de cada gestora, y por lo tanto no se catalogan como requisitos para la firma. Tanto es así que, desde Kai Capital no cuentan con ninguna certificación de este tipo. Debido a su pequeño tamaño, por el momento, ni siquiera se plantean adquirirlos en un futuro próximo, aunque no descartan, en caso de que la SCR crezca de manera significativa, optar a obtener certificados como el PRI que los sitúe en una mejor posición en este ámbito.

Sin embargo, hablando de las distintas regulaciones que rodean a los factores ESG en el mundo de la empresa y la inversión, López Rodríguez defiende que, aunque a Kai Capital como LP no se le esté fijando ningún marco legal reseñable, sí que se están estableciendo en muchos otros ámbitos que sin duda afectan a la firma como inversora. Resalta, en este caso, el tema que rodea a una de sus próximas inversiones (sobre la que ya está previsto levantar capital): *Bound4blue*. Se trata de una empresa especializada en la construcción e instalación de velas rígidas en barcos, especialmente en buques mercantes. Teniendo en cuenta las numerosas restricciones medioambientales que se están implementando en el transporte terrestre, resulta relativamente sencillo inferir que, próximamente, el transporte marítimo seguirá los mismos pasos. Es por ello que, *Bound4blue*, instala estas velas rígidas que facilitan la navegación de los barcos y buques de gran tamaño que, de esta manera, verán su consumo de combustible notablemente reducido. Desde Kai Capital, consideran que este tipo de regulaciones de consumo comenzarán a ser más y más habituales a partir de 2024/2025, y, por lo tanto, aquellas empresas como *Bound4blue*, que propongan soluciones tienen una proyección de éxito y crecimiento enorme. López Rodríguez así, muestra como determinada legislación en ámbitos que pueden parecer ajenos a la actividad de la firma, crean situaciones y oportunidades a las que, como profesionales del sector, han de estar atentos y continuamente informados.

3.1.1.3.3 Opinión subjetiva

A continuación, y entrando un poco más en el punto de vista de opinión más personal de López Rodríguez como profesional del sector, nos cuenta que, desde su perspectiva, sí que existe la posibilidad de que, determinadas firmas estén usando el crecimiento y evolución de los criterios ESG para limpiar su imagen, es decir, para un supuesto *Brand-washing*. Sin embargo, en Kai Capital nunca se han encontrado ninguna gestora/empresa que respalde esta hipótesis. También considera que, según vayan creciendo en importancia y visibilidad los criterios ESG, esta posibilidad de *Brand-washing* se irá reduciendo, puesto que llegará el punto en el que, estos criterios, se conviertan en un *must* ya que la mayoría de inversores comenzarán a considerarlos obligaciones en sus activos. Según López Rodríguez, cada vez más LPs contarán con obligaciones, en sus estatutos internos, relacionadas con el cumplimiento de los criterios ESG, por iniciativa propia y, llegado el momento, por obligación de cumplir una legislación de carácter nacional o incluso internacional.

En colación a esta idea previa, y poniendo la vista en ese futuro que rodea a los criterios ESG, López Rodríguez considera que, pese a que su crecimiento y evolución ha sido muy vertiginoso en los últimos años, lo cual podría intuir la formación de una burbuja que, tarde o temprano, terminase explotando; los criterios ESG han venido para quedarse. Es conocedor de las teorías que defienden que, en algún momento, la sostenibilidad dejará de tener tanta importancia como se le da actualmente, que es, de alguna manera, una moda. Sin embargo, tiene claro que, obviamente en un futuro cercano seguirá creciendo a un ritmo similar al que se ha propagado hasta el momento, a través de legislaciones y cambios en los estatutos de muchas SCRs. Y que, además, en un futuro más a largo plazo, el departamento de ESG en las firmas pasará a tener la misma relevancia que cualquier otro como puede ser el de contabilidad. Llegará el punto en el que esté completamente asimilado que estos aspectos son herramientas y cualidades clave para cualquier compañía, y que, al igual que hoy en día, se presentan las cuentas de resultados y los libros contables anual, trimestral, o bianualmente, llegará el momento en el que, la presentación de unas memorias o unas justificaciones entorno al *scoring* ESG de la compañía, tenga el mismo peso y grado de obligatoriedad. Se asimilará completamente, y, por lo tanto, es algo que, tanto en un futuro cercano, como en un futuro lejano, será parte de nuestro día a día, además en cualquier tipo de industria, de acuerdo con López Rodríguez. Incluso considera que, aparentemente dejará

de tener tanta relevancia, en el sentido de que dejarán de ser noticia las grandes inversiones verdes de los grandes fondos, por el hecho de ser verdes, y dejarán de suponer una ventaja frente a competidores el hecho de contar con determinadas certificaciones, ya que será algo totalmente normalizado, y de obligado cumplimiento probablemente.

3.1.1.3.4 *Futuro de Kai Capital*

Por último, en cuanto al futuro más próximo de Kai Capital como SCR, López Rodríguez señala que, de momento, el tema de certificaciones o sellos relacionados con la inversión socialmente responsable es algo que prefieren dejar de lado. Al tratarse de un *family office* que solo opera con capital propio, no sienten la necesidad de obtener ninguno de estos certificados. En el caso de que las perspectivas de futuro den un cambio sustancial, y la firma decida abrirse a la posibilidad de contar con el capital de terceros, y así gestionar una masa patrimonial notablemente superior, comenzarán a plantearse la obtención de acreditaciones que sitúen a la firma en *scoring* ESG superior o inferior. Pero, por el momento, todas sus inversiones que cuentan con un carácter socialmente responsable alto, tienen como motivo la convicción propia y real de que, de alguna manera, aportar para lograr un cambio en la sociedad y generar un impacto positivo, es necesario.

López Rodríguez pone el ejemplo del caso que mencionaba de manera previa a la entrevista para mostrarnos como la firma se ha decantado por una inversión basándose en sus creencias y perspectiva de crecimiento de los factores ESG: la inversión directa en Banbu cosmética Natural. Cuando Kai Capital fija su interés en la *start-up* de origen cántabro, lo primero que les llama la atención, por supuesto, es su principal ventaja competitiva: el carácter *zero-waste* de sus productos. Previo al análisis de las características más puramente financieras, la firma tiene en cuenta la importancia que la marca brinda al medioambiente, y no solo por convicciones éticas propias, sino por, como mencionaba previamente el propio López Rodríguez, las positivas proyecciones de futuro de este tipo de negocios enfocados al respeto por el medioambiente. Aunque, en un principio, es posible que Banbu sufra por hacerse un hueco en el mercado, pues este tipo de productos totalmente orgánicos suponen unos costes adicionales que, sin duda, se ven reflejados en el precio final del producto, lo cual provocará que los consumidores, sobre todo aquellos de rentas más bajas, presenten una reticencia mayor a decantarse por esta opción frente a otras; la tendencia apunta a que estos

costes adicionales irán desapareciendo, y el nivel de precios de los productos de las mismas categorías se irá homogeneizando. Por lo tanto, el cambio comenzará a darse cuando todos los productos tengan precios similares, ya que, por el mismo precio, cualquier consumidor preferirá el uso de materiales orgánicos y naturales, por encima de aquellos más artificiales. Es decir, desde Kai Capital no realizan sus inversiones en elementos respetuosos con los factores ESG con el fin de obtener certificados o situarse en niveles superiores, sino que lo hacen, en primer lugar, por cuestiones morales propias, y en segundo lugar, por su creencia y esperanza de que el mercado sostenible irá ganando más y más importancia con el paso de los años, gracias a la evolución de la sociedad y el apoyo de las instituciones en la mayoría de los casos.

3.2 Importancia para el GP

La otra perspectiva que resulta esencial analizar, como ya se ha mencionado previamente, es la del GP, como gestor de las inversiones. El GP, una vez ya cuenta con un capital, ya sea propio o ajeno, es el encargado de encontrar aquellas inversiones que generarán una rentabilidad y un beneficio para sus LPs.

Estos actores se pueden ver notablemente afectados por la aparición y crecimiento de los factores ESG a través de numerosas facetas. Pero en este caso, habiendo hecho ya un análisis de cómo afecta a los GPs, nos centraremos en investigar, cómo la sostenibilidad implica cambios en la forma de actuar de estos actores, especialmente a la hora de captar y mantener inversores, una vez estos ya se han decantado por ellos. Para ello, debemos valorar aquellos esfuerzos o tareas extras, relacionadas con el ESG, que los GPs utilicen para demostrar su buen hacer en estos ámbitos, frente a sus inversores, o posibles inversores potenciales. Básicamente, cómo crean ese valor extra que los factores ESG suponen hoy en día, para distinguirse de sus competidores.

3.2.1 Caso Práctico: AltamarCAM Partners

Una vez más, con el fin de buscar un sentido práctico al estudio teórico que hemos hecho hasta el momento, procederemos a llevar a cabo un análisis sobre un caso real de un GP, donde podamos ver aplicados los conocimientos hasta ahora desarrollados, y que nos sirva para entender mejor la realidad de la cuestión que tratamos.

3.2.1.1 AltamarCAM Partners

En este caso, hemos elegido la gestora de fondos AltamarCAM Partners, cuya sede principal se encuentra en Madrid, aunque presenta numerosas oficinas a nivel mundial en ciudades como Barcelona, Santiago de Chile, Nueva York, Colonia, Taipei o Vancouver. Se trata de un fondo de fondos más concretamente. Es decir, una gestora que recibe capital de sus inversores, pero además ejerce, con ese capital, como inversor en otros fondos, quienes son los que, finalmente, realizan las inversiones directas en empresas, infraestructuras, start-ups o demás elementos. Cuenta con actividad en numerosas áreas de negocio, que vienen dadas por los distintos tipos de activo en los que la compañía invierte, destacando las áreas de Deuda, Galdana Ventures (*Venture Capital*), Infraestructuras, *Private Equity* y *Real Estate*. Como es de esperar, nos centraremos en el área del *Private Equity* a la hora de llevar a cabo nuestro estudio, área en el que AltamarCAM Partners cuenta con cerca de 11.000 millones de euros bajo gestión, invertidos en un total de 350 fondos de inversión en *Private Equity*, y gestionados por más de 46 profesionales de la inversión.

Teniendo en cuenta el hecho de que se trata de un fondo de fondos, resulta sencillo deducir que la firma actúa desde ambas perspectivas: GP y LP. Es decir, actúa como GP en busca de inversores y gestionando el capital invirtiendo en otros fondos, pero además actúa como LP, tomando la figura de inversor frente a los fondos en los que invierte. Como ya hemos mencionado previamente, nos centraremos en analizar la figura de AltamarCAM Partners como GP en este caso.

Como es observable, para realizar nuestro análisis contamos con la información y participación de uno de los mayores actores del *Private Equity* de España, lo cual nos permitirá, no solo obtener la visión de un GP acerca de los factores ESG, sino, además, contar con la visión de uno de gran tamaño, pudiendo compararlo así con Kai Capital, el actor que analizamos previamente desde la perspectiva LP y que, sin duda, es de un tamaño ínfimo al lado de AltamarCAM.

Cuando hablamos de un actor de semejante tamaño, entramos en un espectro donde la imagen pública y la valoración que los agentes externos tienen sobre ti gana relevancia, y genera una diferencia notable entre competidores. Por lo tanto, de cara al público general, y más específicamente, de cara a los inversores y posibles inversores potenciales, cuidar esta

imagen resulta esencial, y los factores ESG suponen una gran herramienta para lograr estos objetivos. En el caso de AltamarCAM además, teniendo en cuenta el reciente crecimiento en cuanto a tamaño de la firma, esto gana aún más valor. Con este crecimiento nos referimos a la *Joint Venture* llevada a cabo entre Altamar Partners y CAM Private Markets. Las firmas, española y alemana respectivamente, unieron sus fuerzas mediante esta fusión en 2019, que no se daría como tal hasta 2021, cuando finalmente se fusionaron sus equipos y modelos de actuación, dando lugar a la actual AltamarCAM Partners. Es importante recalcar este aspecto ya que, previo a la *Joint Venture*, ambas firmas contaban con sus propias políticas de ESG, y a día de hoy, muchas de estas siguen siendo independientes a cada firma, aunque poco a poco van unificando sus directrices en este ámbito también.

3.2.1.2 Acciones ESG

La estrategia ESG adoptada por AltamarCAM, impulsada por su Consejo de Administración, contempla la integración de factores ESG en toda la gestión corporativa y en el ciclo completo de inversión. La implementación de estas políticas permite mejorar la fortaleza del negocio y la generación de valor a largo plazo para los inversores, lo que consolida el rol de la compañía como un asesor de confianza. (AltamarCAM, 2023)

La empresa hispano-germana ha adoptado un modelo de gobierno corporativo ESG que involucra directamente a la alta dirección a través de la organización de estructuras, órganos y procedimientos específicos, cuyo propósito es alinear los objetivos de los inversores y los reguladores con la estrategia de la organización. Este modelo de gobierno corporativo ESG se configura como uno de los pilares fundamentales de la gestora y se estructura en diferentes niveles, tales como el Comité ESG, el Equipo ESG y el Grupo de Trabajo ESG, los cuales están respaldados por equipos de trabajo personalizados convocados en función de las necesidades identificadas en cada momento. (AltamarCAM, 2023)

En este marco, la firma divide sus esfuerzos, para que sus inversiones tengan un impacto notable en el medio en el que actúan, en cuatro ámbitos distintos, mediante los cuales, a su vez, tratan de diferenciarse de sus competidores de cara a sus inversores o posibles inversores potenciales: la Responsabilidad Climática, la Responsabilidad Social, la Contribución a la Sociedad, y el Compromiso Externo y Transparencia. En cuanto a la Responsabilidad Climática, AltamarCAM muestra su compromiso total con el Acuerdo de

París⁵ y el Green Deal⁶ de la Unión Europea, fijando como uno de sus principales objetivos a corto/medio plazo, la conversión de la propia firma en una empresa neutra en carbono. Secundan, además, desde su posición gran parte de las iniciativas climáticas que están en marcha hoy en día, como la TFCD (*Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*), el IIGCC (*Institutional Investors Group on Climate Change*) o la ICI (*International Climate Initiative*).

De manera paralela, en el espectro de la Responsabilidad Social, la firma demuestra su compromiso con el respeto, la integridad, la diversidad y la transparencia en las prácticas de todas las áreas de la organización; aplicando numerosas prácticas para gestionar el talento de la forma más socialmente responsable. Entre ellas encontramos, por ejemplo, la participación de la firma como miembro de *Level 20*, una organización paneuropea dedicada al apoyo de la figura de la mujer en el *Private Equity* mayoritariamente, cuyo objetivo final es alcanzar un 20% de los puestos de alta dirección en la industria del *Private Equity* ocupados por mujeres.

En cuanto a sus políticas para la Contribución a la Sociedad, la gestora hispano-germana muestra su total apoyo y alineamiento con la Agenda 2030 y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)⁷, fijando sus actuaciones en líneas dirigidas a satisfacer aquellos objetivos más prioritarios y alcanzables para empresas del sector. Destacan, además, en este ámbito, la Fundación Altamar, un proyecto de carácter social, que tiene como objetivo contribuir en la construcción de una sociedad mejor, haciendo uso de los recursos de la propia firma para satisfacer las necesidades de las comunidades en las que actúan a nivel global, centrándose en áreas de actuación como la educación y la salud.

Por último, y probablemente lo más reseñable de sus políticas ESG, para cumplir sus objetivos de Compromiso externo y Transparencia, resulta destacable el hecho de que ambas firmas originales, Altamar Capital Partners y CAM Alternatives, son signatarios del PRI

⁵ Acuerdo de París: Acuerdo dentro del marco de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático que establece medidas para la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero.

⁶ Green Deal o Pacto Verde Europeo: conjunto de iniciativas políticas de la Comisión Europea con el objetivo general de hacer que la Unión Europea sea climáticamente neutra en 2050.

⁷ Agenda 2030 y ODS: Objetivos globales interconectados diseñados por la Asamblea General de las Naciones Unidas para ser un plan para lograr un futuro mejor y más sostenible para todos.

(*Principles for Responsible Investment*) de las Naciones Unidas, que se comentaban en partes previas de este trabajo de investigación, desde 2016 y 2019 respectivamente. Ambas firmas se sitúan en niveles de 4 sobre 5 estrellas en todas las categorías en las que *reportan*, aunque lo que más resalta es la obtención de 5 estrellas de CAM Alternatives en *Investment & Stewardship Policy*.

3.2.1.3 ESG Due Diligences

Como podemos ver, AltamarCAM Partners actúa en numerosos ámbitos ESG, lo cual no solo tiene como objetivo incidir en los distintos entornos en los que actúa, efectuando un impacto positivo en la sociedad, sino que, además procura establecer una creación de valor adicional para sus inversores y posibles inversores potenciales, que les distinga de sus competidores. Mediante todo este conjunto de políticas, la firma trata de generar argumentos extra para que, aquellos actores privados o institucionales, vean en la firma una opción que, no solo genera una rentabilidad notable para sus inversores, sino que además lo hace de manera respetuosa con los distintos entornos en los que actúa. Pero, para ello, la firma no se limita a ejecutar las políticas que hemos mencionado hasta el momento, sino que, además, en el proceso de inversión, los factores ESG se consideran como parte integral de la evaluación de oportunidades.

La supervisión del compromiso de los gestores de fondos (GPs) y las empresas en las que se invierte es esencial para la firma, y se realiza mediante un riguroso seguimiento de su compromiso con la sostenibilidad. Para ello, desde la gestora se lleva a cabo una *Due Diligence* exhaustiva relacionada con la sostenibilidad, mediante el que deben proporcionar una serie de datos e información requerida acerca de la sostenibilidad.

Dicho ESG *Due Diligence*, no solo forma parte del proceso de inversión, sino que, además se trata de una herramienta que se utiliza de manera periódica a lo largo de la vida de la inversión. De esta manera, la firma es capaz de controlar la evolución de los aspectos ESG de los fondos en los que invierte. Sin embargo, es cierto que el papel más importante de estos cuestionarios reside en la toma de decisiones de inversión. Durante la selección de fondos, todas las propuestas de inversión han de pasar el *Due Diligence*. Además, como se menciona previamente, los posibles GPs están obligados a responder al cuestionario, mediante el cual se les otorgará una puntuación, para después clasificarlos en cuatro

categorías: *Weak*, *Compliant*, *Good* y *Outstanding*. Aquellos que sean otorgados una de las dos primeras clasificaciones, deberán responder a este cuestionario en un régimen anual, mientras que aquellos catalogados como una de las dos últimas clasificaciones, lo harán de manera bianual. De acuerdo con su Memoria Corporativa 2021, el 53% de sus inversiones recibían la clasificación de *Outstanding*, el 25% de *Good*, el 8% de *Compliant*, y tan solo el 14% están catalogados como *Weak*. (Altamar Capital Partners, 2021)

Este proceso de *Due Diligence* debe incluir todas las certificaciones y títulos relacionados con los factores ESG. A través de estos cuestionarios, AltamarCAM Partners trata de esclarecer información acerca de, por ejemplo, titulaciones como los PRI de las Naciones Unidas, KPIs de sostenibilidad importantes, otras iniciativas ESG llevadas a cabo, *reporting* de las actividades sostenibles del GP, profesionalización de los equipos en materias ESG, o la participación del GP en las políticas sostenibles de las empresas en las que invierte. A través de este estudio y la información recabada, AltamarCAM procura establecer guías ESG concretas. De esta manera, ya actuando como GP, brinda estos análisis y puntuación a sus inversores, quienes, con toda esta información, están capacitados para tomar las decisiones de inversión oportunas para su portfolio. (AltamarCAM, 2023)

3.2.1.4 Política de Exclusión

Por otra parte, la firma ha diseñado una política de exclusión basada en términos de sostenibilidad, que le permite y obliga a descartar inversiones si no cumplen con una serie de requisitos. Estos requisitos responden a la voluntad de la gestora de no participar en sectores o actividades que supongan riesgos significativos en materia de sostenibilidad. Por lo tanto, cualquier empresa que forme parte o realice su actividad en alguno de estos sectores restringidos, se considerará automáticamente excluida de las opciones de inversión; ya sea en inversiones directas, co-inversiones o secundarios que de alguna manera puedan estar expuestos a estas actividades. De esta manera, AltamarCAM se asegura que todas las opciones de inversión que llegan a ese punto cuenten con unos mínimos de sostenibilidad, al menos en el sector o la actividad que realizan. (Altamar Capital Partners, 2021)

A través de todos estos medios, la gestora de fondos AltamarCAM Partners, trata, tanto de generar un impacto positivo en la sociedad y el medioambiente, como de diferenciarse de sus competidores de cara a sus inversores. De esta manera, a la hora tanto

de tomar decisiones de inversión, como de atraer y mantener posibles inversores, AltamarCAM considera que los factores ESG son un aspecto importante a tener en cuenta, y en vista de la evolución de estos, cada vez, aportarán un mayor valor.

4. CONCLUSIÓN

A lo largo de este estudio, los factores ESG han sido analizados a través de varias de sus facetas. Su evolución hasta el momento, y su potente presencia actual en la inversión alternativa en *Private Equity*, son cuestiones clave que demuestran la importancia de la sostenibilidad en el mercado financiero en el que nos encontramos. La rentabilidad de las operaciones, por supuesto, sigue siendo el prisma sobre el que gira todo este mercado. Sin embargo, la aparición de los factores ESG han supuesto un viraje en este tipo de negocios. Cada vez más inversores cuentan con requisitos que fomenten la sostenibilidad en sus estatutos, lo cual directamente modifica la forma de trabajar de todas las gestoras de fondos y empresas. Estos actores, se ven obligados a establecer y seguir políticas sostenibles, que les permitan acceder a este mercado y moverse en él.

Sin embargo, al igual que numerosos inversores, especialmente aquellos de mayor tamaño, empiezan a considerar los criterios ESG como parte de sus columnas vertebrales; las instituciones están tratando de aportar su grano de arena. A través de continuas normativas y certificados, tanto de carácter europeo como nacionales, los actores institucionales intentan fijar unos parámetros comunes, pero que, pese a ello, no parecen estar consiguiendo el efecto buscado. Si fijamos la mirada en los reglamentos analizados en este trabajo (Reglamento de Taxonomía de la UE, SFDR, CSRD y PRI), y los comparamos con la información que hemos analizado en los dos casos prácticos, las conclusiones son realmente desfavorables para las instituciones, ya que tan solo una de las herramientas legislativas analizadas, el PRI, es utilizada por las dos firmas que hemos analizado. El resto de normativas parece que no suponen ningún efecto en las políticas de las gestoras.

En el caso de AltamarCAM Partners, hemos podido observar que, prácticamente la totalidad de los procesos de clasificación y toma de decisión de sus inversiones, se basan en formularios de elaboración propia, sin ningún tipo de parametrización que permita compararlos con competidores, exceptuando los PRIs y determinados KPIs. Es aquí donde radica la problemática que más trabas puede poner a la correcta evolución de la sostenibilidad. No existe una homologación legislativa, más allá de los ya mencionados PRI, a nivel internacional o incluso nacional, que establezca unos requisitos y criterios imprescindibles para todos los actores. La notable evolución de los factores ESG ha sido

impulsada por el interés de los propios fondos e inversores que, sin duda, ha adelantado a los actores institucionales en este aspecto. Resulta llamativo que son las propias firmas e inversores quienes, a través de sus normativas internas, parámetros de *scoring* y requisitos propios, están marcando el ritmo de estas políticas.

Esta situación es también observable en el caso de Kai Capital. Para realizar este estudio, se consideró importante poner la lupa también sobre aquellos actores de menor tamaño, y que, por lo tanto, no tienen la necesidad de reportar de manera excesiva. El caso de Kai Capital resulta aún más específico, pues se trata de un *family office* que opera únicamente con capital propio, por lo que no tiene unos inversores ante los que justificar la sostenibilidad de sus acciones e inversiones. Teniendo un tamaño tan reducido y sin inversores ante los que reportar, nos hemos encontrado con que la firma no siente obligaciones relacionadas con la sostenibilidad de ningún modo. No deben ajustarse a ninguna regulación, y como no existe una parametrización homologada de la sostenibilidad de sus políticas, la realidad es que toda acción que lleven a cabo con carácter ESG será completamente voluntaria, y con el mero objetivo de aportar al entorno en el que actúan. La ausencia de cualquier tipo de requerimiento provoca que la firma ni siquiera cuente con unos parámetros propios establecidos a la hora de tomar sus decisiones de inversión. Se nutre única y exclusivamente de los informes ESG que las gestoras donde invierte le proporcionan. Y aún así, de esta manera, se tratan de *reports* completamente independientes unos de otros, sin unos sistemas métricos comunes, lo cual dificulta enormemente la labor de comparación entre inversiones.

Sin duda, en este aspecto, la aplicación de los factores ESG tienen un margen de mejora considerable. Obviamente, pese a estas dificultades, las evidencias muestran que la sostenibilidad va ganando importancia en el sector de la inversión alternativa. Como Larry Fink (2022) asume en la carta que envía a los inversores de *BlackRock* el curso pasado, la sostenibilidad se ha convertido en “una pieza integral en la construcción de portafolios y el manejo del riesgo; desinvirtiendo en aquellas que presentan un alto riesgo relativo a la sostenibilidad, [...] y fortaleciendo nuestro compromiso con la sostenibilidad y la transparencia en nuestras actividades de *investment stewardship*”. Y esto no solo ocurre por la intención de los inversores de generar un impacto positivo en el entorno en el que actúan,

sino que también es consecuencia directa de que este tipo de inversiones socialmente responsables, evitan factores de riesgo, lo cual las hace más propensas a resultados positivos. Como hemos visto a lo largo de este estudio, en el caso de *Bound4blue*, por ejemplo, las empresas que proponen una solución a problemáticas como el cambio climático, aportan una mayor rentabilidad y fomentan la inversión de los fondos. Resulta que, el crecimiento tan positivo que los factores ESG han experimentado hasta ahora, responde a una necesidad real de cuidado por el medioambiente entre otras cosas, y parece que la tendencia invita a la continuación de este crecimiento.

Como hemos podido observar, la sostenibilidad ha venido al sector *Private Equity* para quedarse. Todos los indicadores apuntan a una mayor presencia de los factores ESG en todos los actores de este mercado financiero. Pese al margen de mejora existente, a la necesidad de parámetros comunes que faciliten el análisis y clasificación de las políticas, y a la falta de legislación funcional, la realidad es que nos hallamos ante la irrupción de un nuevo aspecto que parece está cambiando la forma de entender la inversión alternativa. El diseño de carteras, la búsqueda de inversiones y el *reporting* a inversores, ha de tener en cuenta este nuevo elemento que, con el objetivo principal de generar un impacto positivo en el entorno, ha terminado convirtiéndose en uno de los pilares fundamentales de estas decisiones.

5. **BIBLIOGRAFÍA**

- Alemaný Gil, M. L. (2004). *Impacto De Las Inversiones De Capital Riesgo En España: Un Análisis Empírico Regional*. Universidad Complutense de Madrid. Recuperado desde <https://eprints.ucm.es/id/eprint/5476/1/T28087.pdf>
- Altamar Capital Partners. (2021) *Memoria Corporativa Anual Altamar Capital Partners*. <https://altamarcapital.com/memoria2021/flipbook/MemoriaCorporativaAltamar2021.pdf>
- Altamar Capital Partners. (2021). *Política de ESG*. Altamar Capital Partners. https://www.altamarcapital.com/download/Politica_ESG_Altamar.pdf
- AltamarCAM. (2023, 28 febrero). ESG. <https://www.altamarcam.com/es/esg-2/>
- Banco de España. (2022, 15 de diciembre). *Nota informativa de prensa: Decisión del BCE relativa a los programas de compra de activos*. Recuperado el 3 de febrero de 2023, desde https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/22/presbce2022_119.pdf
- Banco de España. (2023, 4 febrero). *La política monetaria del BCE en febrero de 2023* https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/23/presbce2023_39.pdf
- Barbeito Roibal, S., Del Río Rama, M. C., Guillén Solarazano, E., & Martínez Carballo, M. (2007). *Tendencias en inversión responsable: un análisis de los criterios ESG*. Retrieved from https://ruc.udc.es/dspace/bitstream/handle/2183/14158/Barbeito_2007_Tendencias_inversion_responsable.pdf?isAllowed=y&sequence=3
- Bascones, P. (2021). *ESG en el 'Private Equity': del 'compliance' a la creación de valor*. revistas.economista.es. <https://revistas.economista.es/capital-privado/2021/junio/esg-en-el-private-equity-del-compliance-a-la-creacion-de-valor-GK8158967>

- Borrajo Ruiz, M., & Yzaguirre Scharfhausen, J. (2022, 31 agosto) *Análisis de sostenibilidad ESG de las compañías*. Recuperado el 4 de febrero de 2023 https://oa.upm.es/cgi/oai2?verb=GetRecord&metadataPrefix=oai_dc&identifier=oai:oa.upm.es:70922
- Cajiga Calderón, F. (2022, 6 septiembre) *¿Por qué es importante ESG para las empresas y qué pasa con la sociedad?* LinkedIn <https://es.linkedin.com/pulse/por-qu%C3%A9-es-importante-esg-para-las-empresas-y-pasa-la-j-felipe>
- Deloitte. (2021, 15 septiembre). *¿Qué son criterios ESG y para qué sirven?* Recuperado el 15 de diciembre de 2022, de <https://www2.deloitte.com/es/es/blog/sostenibilidad-deloitte/2021/que-son-criterios-esg-para-que-sirven.html>
- Diario Responsable. (2022, 8 septiembre). *Diez puntos positivos y algunos cuestionamientos a la Directiva de Debida Diligencia según DIRSE*. <https://diarioresponsable.com/noticias/33799-diez-puntos-positivos-y-algunos-cuestionamientos-a-la-directiva-de-debida-diligencia-segun-dirse>
- Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de Diciembre de 2022, por la que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas. *Diario Oficial de la Unión Europea*, del 16 de Diciembre de 2022. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464&from=EN>
- European Central Bank. (2023, 2 febrero). *Monetary policy decisions*. Recuperado el 6 de febrero de 2023, desde <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2023/html/ecb.is230202~4313651089.en.html>
- Fink, L. (2022). *Carta del CEO, Larry Fink*. BlackRock. Recuperado de <https://www.blackrock.com/cl/larry-fink-ceo-letter>
- Invest Europe (2021). *Private Equity Activity 2021*. Recuperado desde <https://www.investeurope.eu/media/5184/invest-europe-activity-data-report-2021.pdf>

- Kai Capital (2023, 9 febrero). *Kai Capital se une a Banbu y apuesta por la cosmética comprometida*. KAI Capital. <https://kaicapital.es/kai-capital-se-une-a-banbu-y-apuesta-por-la-cosmetica-comprometida/>
- Kai Capital. (2022, febrero 25). *Kai Capital Partners*. KAI Capital. <https://kaicapital.es/>
- Knoepfel, I. (2004, Mayo). *Who cares wins. Connecting financial markets to a changing world*. The Global Compact.
https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf
- Lucanet. (s.f.). *¿Qué son los criterios ESG y cómo se miden?* Recuperado el 7 de febrero de 2023, de https://es.lucanet.com/acton/fs/blocks/showLandingPage/a/41691/p/p-009e/t/page/fm/0?utm_source=google&utm_medium=cpc&utm_campaign=esg-es&utm_term=criterios%20esg&keyword=criterios%20esg&gclid=CjwKCAiAjPyfBhBMEiwAB2CCliGZyQacBSGcUxNYhVrR-Ag3s_III-JKGLSHSV2QTJvykgyrtIUmvRoCv5gQAvD_BwE#column-c1652450485583
- Nordex. (2022, 19 abril). *El Reglamento de taxonomía de la UE*. Nordex SE - Español.
<https://www.nordex-online.com/es/el-reglamento-de-taxonomia-de-la-ue/>
- Plana Paluzie, A. (2020). *La responsabilidad penal de las empresas en España después de la reforma de 2015*. Colección Revista de Compliance, (2), 54-69. Recuperado de <https://www.agmabogados.com/wp-content/uploads/2020/07/Alex-Plana-Paluzie-Revista-CR-n-2-2020-4.pdf>
- PwC (2021). *Achieving ESG goals: Five challenges and how to overcome them*. PwC US. Recuperado de <https://www.pwc.com/us/en/industries/financial-services/library/achieving-esg-goals.html>
- PwC España. (2021). *Capital riesgo: ESG, cumplimiento y creación de valor*. PwC España. Recuperado de <https://www.pwc.es/es/publicaciones/deals/capital-riesgo-esg-cumplimiento-creacion-valor.html#bottom-kick-isection>

Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de Noviembre de 2019, por el que se establece la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros. *Diario Oficial de la Unión Europea*, de 9 de Diciembre de 2019. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex:32019R2088>

Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de Junio de 2020, por el que se establece un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088. *Diario Oficial de la Unión Europea*, de 22 de Junio de 2022. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852>

UN PRI. (2022). *Principios para la Inversión Sostenible*. United Nations Principles for Responsible Investment. Recuperado de <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>

UNEP FI (s. f.). *United Nations Environment Programme Finance Initiative: Net-Zero Banking Alliance*. Recuperado de <https://www.unepfi.org/net-zero-alliance/>