



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

**IMPACTO ESG EN LAS
INVERSIONES DE PRIVATE
EQUITY,
TRABAJO FIN DE GRADO**

Autor: Sofía Mazarío Olivé
Director: Rafael Castellote Azorín

MADRID | Junio 2024

RESUMEN

En la última década, el sector de Private Equity (PE) ha experimentado un cambio significativo hacia la integración de los criterios Environmental, Social, and Governance (ESG). Tradicionalmente centrado en la maximizar beneficios, este sector ha comenzado a reconocer el valor intrínseco de adoptar una perspectiva más sostenible y responsable, motivado por regulaciones más estrictas y un aumento en la conciencia pública sobre los impactos sociales y ambientales.

Gestionando trillones de dólares y con una influencia considerable en múltiples industrias, el PE está transformando su enfoque de inversión. Los criterios ESG, que inicialmente se veían como una respuesta a presiones externas, están siendo cada vez más reconocidos por su capacidad para añadir valor a largo plazo. La adopción de estas prácticas no solo ayuda a mitigar riesgos sino también a mejorar la eficiencia operativa, atraer capital y fortalecer la reputación corporativa.

Las firmas de PE están integrando activamente ESG en todos los niveles de su gestión, desde la selección de inversiones hasta las operaciones diarias y las estrategias corporativas. Este enfoque está estableciendo un nuevo estándar en el mercado financiero, subrayando que la sostenibilidad es un pilar crucial para crear valor.

A medida que la importancia de la responsabilidad social y la regulación ambiental continúa creciendo, las firmas de PE que adoptan prácticas sostenibles no solo mejoran su perspectiva de futuro en el mercado sino que también están liderando el camino hacia un futuro financiero más ético y rentable. La integración continua y el refuerzo de los criterios ESG serán esenciales para mantener la competitividad y el éxito en un entorno financiero en constante evolución.

ABSTRACT

Over the last decade, the Private Equity (PE) sector has experienced a significant shift towards the integration of Environmental, Social, and Governance (ESG) criteria. Traditionally focused on maximising quick profits, this sector has begun to recognise the intrinsic value of adopting a more sustainable and responsible perspective, driven by stricter regulations and increased public awareness of social and environmental impacts.

Managing trillions of dollars and with considerable influence across multiple industries, PE is transforming its investment approach. ESG criteria, initially seen as a response to external pressures, are increasingly being recognised for their ability to add long-term value. Adopting these practices not only helps to mitigate risks but also to improve operational efficiency, attract capital and strengthen corporate reputation.

PE firms are actively integrating ESG into all levels of their management, from investment selection to day-to-day operations and corporate strategies. This approach is setting a new standard in the financial market, underlining that sustainability is a crucial pillar of modern value creation.

As the importance of social responsibility and environmental regulation continues to grow, PE firms that adopt sustainable practices are not only ensuring their viability in the marketplace but are also leading the way to a more ethical and profitable financial future. Continued integration and reinforcement of ESG criteria will be essential to remain competitive and successful in an evolving financial environment.

ÍNDICE

1.INTRODUCCIÓN.....	8
1.1 Objetivos.....	8
1.2 Metodología.....	9
2. PRIVATE EQUITY	10
2.1 ¿Qué es el Private Equity?	11
2.2 ¿Por qué es atractivo invertir en PE?.....	12
2.3 Desarrollo del sector del PE	13
2.4 Estrategias de inversión.....	14
2.5 Como crea valor el private equity.....	15
2.6 Los riesgos del private equity	17
2.7 Panorama actual del Private Equity en España	18
3. CRITERIOS ESG	223
3.1 Inicios y evolución de los criterios de ESG.....	23
3.2 Definición y conceptos ESG	24
4. INTEGRACIÓN Y VALORACIÓN DE ESG EN PE	29
4.1 Integración de ESG en el Ciclo de Inversión del PE.....	32
4.2 Desafíos y Oportunidades en la Implementación de ESG.....	36
5. FACTORES ESG QUE INFLUYEN HACIA EL IMPACTO EN LA INVERSIÓN. 41	
6. IMPACTO DE ESG EN PE ESPAÑOLES	47
6.1 Regulación y Categorización de Fondos según SFDR.....	47
6.2 Adopción y Prácticas de ESG entre los PE españoles.....	48
6.3 Impacto Económico y de Mercado del ESG en el Sector de PE español.....	50
7. CONCLUSIÓN	52
BIBLIOGRAFÍA	55
ANEXOS.....	57

Índice de figuras

Figura 1: Empresas Públicas a lo largo del tiempo. Fuente de datos: World Bank, McKinsey.

Figura 2: Activos gestionados por Private Equity. Fuente de datos: Preqin Private Equity online. Elaboración propia

Figura 3: Evolución de Private Equity Direct Alpha por años. Fuente de datos: Cambridge Associates. Elaboración propia

Figura 4: Procedencia de los nuevos recursos para las entidades de PE & VC privadas españolas por tipo de inversor en 2022. Fuente de datos: SPAINCAP/webcapitalriesgo. Elaboración propia

Figura 5: Tipo de inversor según el origen de los nuevos recursos captados por PE & VC privadas españolas en 2022. Fuente de datos: SPAINCAP/webcapitalriesgo. Elaboración propia

Figura 6: Destino previsto de los nuevos recursos captados en 2022 por las entidades de Private Equity & Venture Capital privadas españolas. Fuente de datos: SPAINCAP/webcapitalriesgo. Elaboración propia

Figura 7: Incorporación de factores ESG en diversas clases de activos. Fuente de datos: BNP Paribas (2021). Elaboración propia

Figura 8: Acciones de las Empresas en relación a las prácticas ESG. Fuente de datos: Encuesta (Zaccone & Pedrini, 2020b). Elaboración propia

Figura 9: Criterios de las empresas para la due diligence debida en materia de esg. Fuente de datos: Encuesta (Zaccone & Pedrini, 2020b). Elaboración propia

Figura 10: Modelo ISM de influencia entre los factores. Fuente de datos: Aich et al. (2021b). Elaboración propia

Figura 11: Impacto de la inversión sostenible sobre los rendimientos financieros. Fuente de datos: (Whelan et al., 2021). Elaboración propia

Figura 12: Proporción de gestoras de activos que incorporan criterios ESG específicos. Fuente de datos: EthiFinance, 2024. Elaboración propia

Índice de tablas

*Tabla 1: Selección de Factores ESG Relevantes. Fuente de datos: Clark et al. (2014).
Elaboración propia*

Acrónimos

AML	<i>Anti Money Laundering (Prevención de Lavado de Dinero)</i>
CDTI	<i>Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial</i>
CO2e	<i>Dióxido de Carbono Equivalente</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización)</i>
ESG	<i>Environmental, Social, and Governance (Ambiental, Social y Gobernanza)</i>
FDI	<i>Foreign Direct Investment (Inversión Directa Extranjera)</i>
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i>
GP	<i>General Partner</i>
ISO	<i>International Organization for Standardization (Organización Internacional de Normalización)</i>
kWh	<i>Kilovatio hora</i>
LBO	<i>Leveraged Buyout</i>
LP	<i>Limited Partners</i>
MBI	<i>Management Buy-in</i>
MBO	<i>Management Buyout</i>
OCDE	<i>Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos</i>
PE	<i>Private Equity</i>
SDR	<i>Special Drawing Rights (Derechos Especiales de Giro) o Sustainable Development Report</i>
SFDR	<i>Sustainable Finance Disclosure Regulation</i>
UNEP	<i>United Nations Environment Programme (Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente)</i>

1.INTRODUCCIÓN

En los últimos diez años, el sector del Private Equity (PE) ha experimentado un crecimiento impresionante en su actividad, gestionando cerca de 13.1 trillones de dólares globalmente hacia el final de 2023 (McKinsey & Company, 2024). Este sector ha sido fundamental para ayudar a crecer y transformar empresas en diversas industrias, no solo aportando capital, sino también implementando estrategias de gestión que han mejorado su competitividad. A pesar de su éxito en generar altos rendimientos financieros, el PE ha sido visto a menudo como enfocado exclusivamente en obtener beneficio, a veces ignorando los impactos sociales o ambientales de sus inversiones.

Sin embargo, con la aparición y el fortalecimiento de los criterios de Environmental, Social, and Governance (ESG), estamos viendo cambios importantes en la industria financiera. Impulsados por regulaciones más estrictas, como la SFDR de la Unión Europea, y un mayor interés público en temas como el cambio climático y la desigualdad social, los factores ESG están siendo incorporados cada vez más en las estrategias de inversión del PE. En 2024, los activos gestionados con criterios ESG superaron los 3.32 trillones de dólares, demostrando un cambio significativo en cómo los inversores y las empresas ven la inversión responsable y sostenible (Statista, 2024). Este cambio sugiere que integrar aspectos sostenibles y éticos puede complementar y potenciar los rendimientos financieros.

Este estudio examina cómo la integración de los criterios ESG está cambiando las prácticas y percepciones dentro del sector del PE. El análisis se centrará en determinar si esta adopción de ESG es simplemente una reacción a la presión reguladora y del mercado, o si refleja un cambio más profundo en la forma en que las firmas de PE crean valor.

1.1 Objetivos

Este trabajo tiene como finalidad profundizar en la integración de los criterios Environmental, Social, and Governance (ESG) dentro del sector del Private Equity (PE), abordando los componentes esenciales del PE, la definición y relevancia de los criterios

ESG, y cómo estos interactúan en la práctica de inversión. Con esto en mente, los objetivos específicos del trabajo son:

- Explorar la estructura y dinámicas del Private Equity: Clarificar qué es el Private Equity, destacando sus características principales, estructuras y su impacto en los mercados financieros.
- Definir y contextualizar los criterios de ESG: Proporcionar una definición clara y el contexto de los criterios ESG.
- Analizar la integración de criterios ESG en el Private Equity: Investigar cómo los fondos de PE están adoptando y aplicando los criterios ESG en sus estrategias y operaciones, y evaluar el impacto de esta integración.
- Examinar los factores ESG que influyen en las decisiones de inversión: Explorar cómo diferentes aspectos de ESG afectan las decisiones de inversión y el rendimiento de los fondos de PE, destacando ejemplos específicos y tendencias actuales.
- Abordar el panorama de Private Equity Español en relación con los factores ESG y las regulaciones de la UE : Examinar las regulaciones de criterios ESG en la Unión Europea, centrandose la atención en España; y analizar cómo los private equities españoles están integrando estos criterios en sus operaciones y qué percepciones tienen sobre su impacto y relevancia.

1.2 Metodología

En este trabajo de fin de grado, abordaremos de manera teórica cómo se integran los criterios Environmental, Social, and Governance (ESG) en el sector del Private Equity (PE). Comenzaremos con una definición detallada y la contextualización de los conceptos fundamentales de PE y ESG para establecer una base sólida que sostenga nuestro análisis. Discutiremos la importancia actual de estos criterios y cómo están influyendo en el sector financiero a nivel mundial. A continuación, procederemos con un análisis cuantitativo para identificar los factores ESG más relevantes a día de hoy y las dificultades que presentan al integrarlos en los modelos de valoración de inversiones tradicionales.

Después de considerar la integración de ESG en el PE a nivel global, centraremos nuestra atención en España para examinar las legislaciones específicas que deben cumplir los fondos de PE españoles. Analizaremos cómo estas regulaciones influyen en sus prácticas

y políticas de inversión y la alineación con los estándares ESG. Además, como ilustración práctica, presentaremos un caso de estudio de un fondo de PE español que ha sido galardonado por su destacada integración de criterios ESG.

Concluiremos nuestro estudio examinando los motivos reales por los que los fondos de Private Equity integran los criterios ESG en sus operaciones y las ventajas que derivan de esta integración. Este análisis final nos permitirá entender no solo las presiones regulatorias y las expectativas del mercado, sino también los beneficios tangibles que la adopción de ESG puede ofrecer.

2. PRIVATE EQUITY

Como clase de activo, el PE está captando cada vez más el interés de empresas que buscan financiación y de inversores que desean diversificar sus carteras más allá del mercados de valores. En las últimas dos décadas, como se muestra en la Figura 1, en EE.UU. se ha registrado un aumento significativo en el número de empresas respaldadas por PE, mientras que las compañías cotizadas en bolsa han disminuido. Esta tendencia se debe en parte a la creciente carga regulatoria para las empresas cotizadas y a la acumulación de capital por parte de inversores en busca de rendimientos alternativos. La Figura 2 muestra la evolución del total de los activos gestionados por private equities a nivel mundial, con proyecciones que se extienden hasta 2025, mostrando claramente que es un sector en auge y crecimiento. Sin embargo, es fundamental entender las características de esta clase de activo debido a su complejidad y a las barreras que limitan o regulan el acceso de los inversores al PE, como la posible falta de liquidez y los importes mínimos de inversión más elevados.

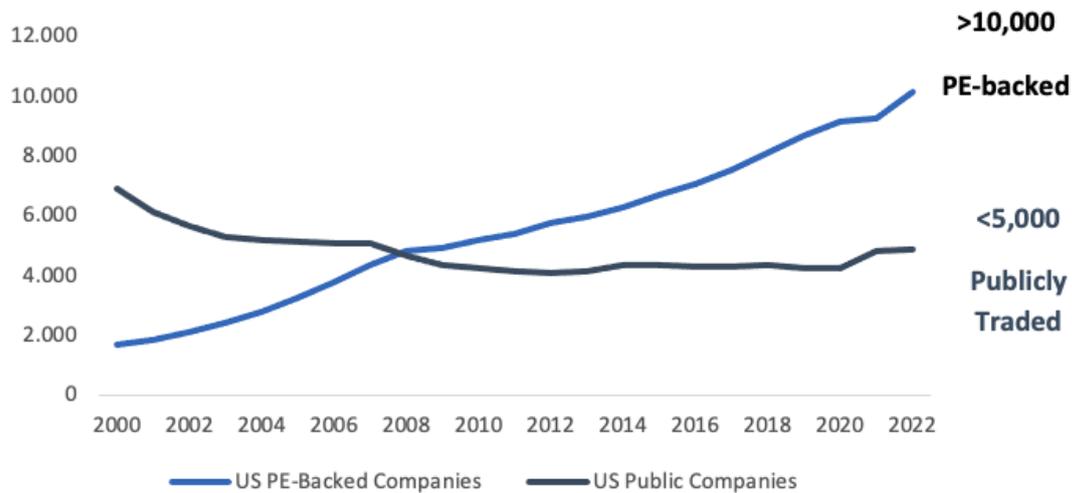


Figura 1: Mercado de valores a lo largo del tiempo. Fuente de datos: World Bank, McKinsey.



Figura 2: Activos gestionados por Private Equity. Fuente de datos: Prequin Private Equity online.
Elaboración propia

2.1 ¿Qué es el Private Equity?

El término Private Equity o "capital privado" se refiere a inversiones realizadas en el capital de empresas que no cotizan en bolsas. La mayoría de los inversores acceden a estas oportunidades a través de fondos de PE, vehículos de inversión colectiva gestionados por una gestora o 'General Partner' (GP). Esta gestora identifica, evalúa, adquiere y administra inversiones en nombre de un grupo de inversores o 'Limited

Partners' (LP). El capital comprometido se utiliza para invertir en empresas a medida que surgen oportunidades, generalmente durante varios años. El objetivo final es incrementar el valor de estas inversiones y obtener ganancias a través de una salida, ya sea una oferta pública inicial o una venta.

Como explica David Rubenstein¹, co-fundador de The Carlyle "Antes se pensaba que el capital privado era básicamente solo un esquema de compensación, pero en realidad tiene mucho más que ver con aumentar la eficiencia de las empresas."

Normalmente, un fondo de PE atraviesa cuatro fases principales: la primera se centra en buscar capital entre los inversores (captación de fondos). Posteriormente, las firmas de PE identifican oportunidades de inversión (sourcing). Estas firmas adquieren información relevante sobre las empresas objetivo y, una vez cerrada una transacción, comienzan a gestionar las empresas de su cartera (portfolio). Las firmas de PE pueden incrementar el valor de sus empresas de diversas maneras: expandiendo un negocio orgánicamente, completando adquisiciones en el mismo sector, o mejorando un negocio con bajo rendimiento. Finalmente, la firma de PE vende las empresas para recuperar la inversión y obtener beneficios (salida).

2.2 ¿Por qué es atractivo invertir en PE?

Invertir en PE presenta dos ventajas principales para los inversores. Primero, ofrece acceso a oportunidades de inversión que no están disponibles en los mercados públicos. Al elegir las empresas mantenerse privadas por periodos de tiempo más prolongados, gran parte del valor que antes se generaba en los mercados públicos se está trasladando al sector privado. Segundo, las gestoras de PE trabajan estrechamente con las empresas en las que invierten, fomentando el crecimiento y la eficiencia operativa. Dado que estas gestoras suelen tener una mayor participación o control sobre la empresas, pueden influir de manera más directa y efectiva en su gestión. Su experiencia abarca áreas que van desde el crecimiento empresarial hasta la mejora de estrategias y operaciones.

¹ *Lunch with the FT: David Rubenstein*. (n.d.). Financial Times.
<https://www.ft.com/content/97a35d8c-90ac-11e2-a456-00144feabdc0>

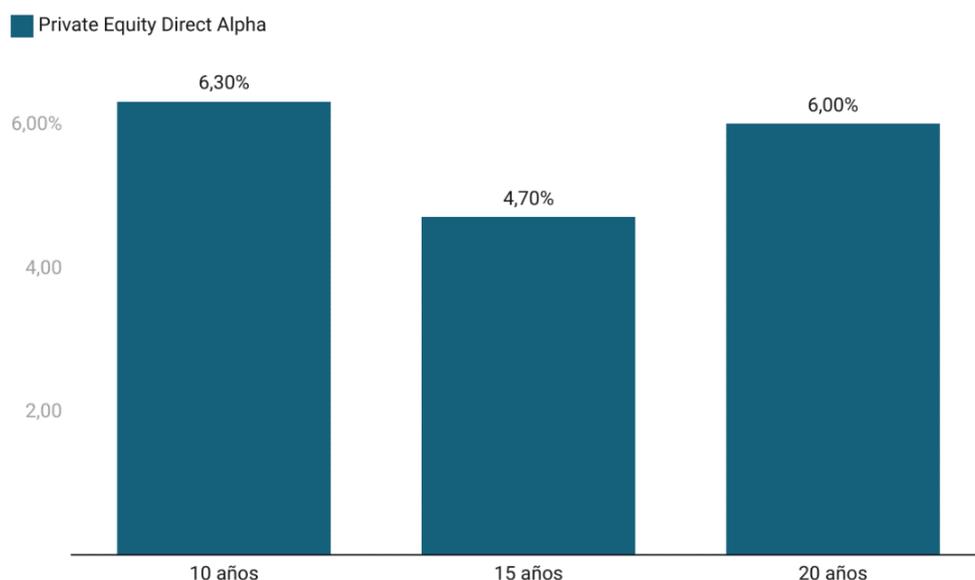


Figura 3: Evolución de Private Equity Direct Alpha por años. Fuente de datos: Cambridge Associates. Elaboración propia.

Como se muestra en la Figura 3, estas fuentes de creación de valor permiten que las inversiones en PE ofrezcan retornos diferenciados. El Private Equity Direct Alpha ha registrado rendimientos del 6.0% durante los últimos 20 años. Estos resultados subrayan cómo las inversiones en PE no solo complementan las carteras tradicionales, sino que también ofrecen rendimientos atractivos, destacando su valor en una estrategia de inversión diversificada.

2.3 Desarrollo del sector del PE

El origen del PE se remonta a las empresas de capital de riesgo establecidas en los años 40, diseñadas para financiar ideas innovadoras. Desde entonces, ha jugado un papel fundamental en la financiación de la innovación y en el apoyo al crecimiento económico global.

Las estrategias de adquisiciones en PE han experimentado cambios significativos desde sus inicios. Inicialmente, un gran componente de sus rendimientos provenía del uso intensivo de deuda para financiar adquisiciones. Hoy en día, se enfocan más en el crecimiento y la creación de valor de las empresas en las que invierten, colaborando estrechamente con sus equipos de gestión.

2.4 Estrategias de inversión

Los fondos de PE se dividen en función sus estrategias de inversión, diseñadas para capitalizar diferentes etapas y oportunidades en el ciclo de vida de una empresa. A continuación, se detallan las cuatro principales estrategias empleadas:

1. Venture Capital (capital de riesgo): Esta estrategia se orienta hacia la financiación de empresas pequeñas o medianas, mayormente startups. Estas compañías, en sus etapas iniciales, enfrentan falta de liquidez para asegurar financiamiento a través de canales tradicionales como los préstamos bancarios. Dado que son empresas jóvenes sin un historial financiero establecido y que a menudo registran flujos de caja negativos en sus primeros años, representan inversiones de alto riesgo. Sin embargo, brindan a los inversores la posibilidad de adquirir una participación significativa, con el potencial de lograr retornos elevados si la empresa prospera.
2. Growth Capital (Expansión): A diferencia del venture capital, el capital de expansión se dirige a empresas más maduras que ya son rentables y poseen un potencial significativo para expandirse mediante la reestructuración de su operaciones. Este capital se utiliza para acelerar planes de expansión existentes. Los inversores en esta área generalmente adquieren participaciones minoritarias y se focalizan en compañías que necesitan capital adicional para ampliar mercados, mejorar operaciones, desarrollar tecnologías, aumentar su plantilla o realizar adquisiciones estratégicas.
3. Buyouts: Las empresas consolidadas a menudo optan por ceder el control mayoritario a fondos de inversión para proporcionar liquidez a los propietarios originales y obtener recursos que les permitan institucionalizar sus operaciones, mejorar la eficiencia y expandirse a nuevos mercados o líneas de producto. Estos fondos y sus inversores tienden a buscar compañías subvaluadas o con rendimiento insuficiente que pueden privatizar y revitalizar antes de volver a salir a bolsa años más tarde. Los buyouts, especialmente los Management Buyouts (MBOs) y Leveraged Buyouts (LBOs), son estrategias comunes en este sector. En un MBO, el equipo directivo adquiere una participación, mientras que un LBO

utiliza grandes cantidades de deuda, respaldada por los activos de la empresa adquirida, para financiar la compra.

4. Distressed (Reestructuración): Esta estrategia se da cuando los fondos de Private Equity invierten en empresas que se encuentran en concurso o en una situación de insolvencia y necesitan una reestructuración financiera y operativa considerable, así como un cambio en la gestión. Estas operaciones a menudo suelen implementarse con niveles significativos de deuda. Cuando estos pasos se ejecutan correctamente, pueden generar rentabilidades significativas debido a la transformación realizada en la empresa.

2.5 Como crea valor el Private Equity

El PE utiliza varias estrategias para crear valor en las empresas en las que invierte. Estas estrategias se centran en mejorar la rentabilidad y el valor de la empresa objetivo. Las tres formas fundamentales de crear valor en el PE son:

1. Mejorar EBITDA (Ganancias antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización):

Una de las estrategias más comunes del PE es mejorar el EBITDA de la empresa objetivo. Esto se logra mediante una serie de medidas operativas y estratégicas, que incluyen:

Optimización de Costes: El proceso de mejora del EBITDA a menudo comienza con la identificación de ineficiencias operativas. El PE trabaja en colaboración con la alta dirección de la empresa para examinar los costos y los procesos existentes. Se buscan oportunidades para reducir gastos superfluos, optimizar la cadena de suministro y mejorar la eficiencia en toda la organización. Esto puede incluir la consolidación de funciones, la automatización de procesos y la implementación de mejores prácticas operativas.

Aumento de Ingresos: Aumentar los ingresos es igual de importante que reducir costos. El PE busca expandir la empresa a través de estrategias de crecimiento orgánico y adquisiciones estratégicas. Esto implica la expansión de la cartera de productos o servicios, la entrada en nuevos mercados, la adquisición de competidores o la identificación de nuevas oportunidades de negocio. La inversión en ventas y marketing puede ser fundamental para impulsar el crecimiento de ingresos.

Mejora de la Gestión: El PE a menudo aporta experiencia adicional en la gestión o realiza cambios en el equipo directivo existente para aumentar la eficacia y la experiencia en la toma de decisiones. La elección de líderes con un historial de éxito en la industria y la implementación de una estrategia clara pueden contribuir en gran medida a la mejora del EBITDA.

Inversiones en Tecnología: La tecnología desempeña un papel crucial en la mejora del EBITDA. La inversión en sistemas avanzados de gestión, automatización de procesos, análisis de datos y otras soluciones tecnológicas puede aumentar la eficiencia y la productividad en la empresa. Esto se traduce en una mejor gestión de costes y una mayor capacidad para tomar decisiones informadas.

La mejora del EBITDA es fundamental en el PE porque influye directamente en la valoración de la empresa. Cuanto mayor sea el EBITDA, mayor será el valor de la empresa en el momento de la venta, lo que genera rendimientos más altos para los inversores de PE.

2. Arbitraje de Múltiplos:

El arbitraje de múltiplos se refiere a la estrategia de comprar una empresa a un múltiplo de valoración relativamente bajo y venderla a un múltiplo de valoración más alto. Los múltiplos se basan en métricas como el EBITDA, los ingresos u otros indicadores financieros. El PE busca identificar empresas subvaloradas con un potencial de crecimiento significativo y, posteriormente, venderlas a una valoración más alta.

Esta estrategia implica:

Identificación de Oportunidades: El arbitraje de múltiplos implica la identificación de empresas subvaloradas o con un potencial de crecimiento no reconocido por el mercado. Los inversores de PE buscan adquirir estas empresas a un múltiplo de valoración relativamente bajo.

Creación de Valor: Una vez adquirida la empresa, se implementan las estrategias mencionadas anteriormente para aumentar su valor. Esto puede incluir la mejora del EBITDA, el crecimiento de ingresos, la optimización de costos y otras iniciativas destinadas a fortalecer la posición competitiva de la empresa.

Salida Estratégica: El objetivo del arbitraje de múltiplos es vender la empresa a un múltiplo de valoración más alto en el futuro. Esto se logra a través de una combinación

de crecimiento y mejoras en el desempeño. La venta a un múltiplo más alto genera un retorno significativo para los inversores de PE.

3. Apalancamiento:

El apalancamiento es una estrategia que implica financiar una parte significativa de la adquisición de la empresa con deuda. Esto permite a los inversores de PE utilizar una cantidad relativamente pequeña de capital propio para comprar una empresa más grande. El apalancamiento se utiliza en las operaciones de Leveraged Buyouts (LBOs), como se mencionó en el texto anterior.

La estrategia de apalancamiento se basa en:

Uso de Deuda: El apalancamiento implica el uso de deuda para financiar una parte sustancial de la adquisición de la empresa. Los inversores de PE obtienen préstamos de instituciones financieras y utilizan esos fondos para comprar la empresa. Esta deuda se convierte en la deuda de la empresa adquirida.

Amplificación de Retornos: El apalancamiento puede aumentar significativamente los retornos de la inversión si la empresa crece y genera beneficios. Los intereses sobre la deuda se pagan con los flujos de caja generados por la empresa. Esto permite a los inversores de PE utilizar una cantidad relativamente pequeña de capital propio para comprar una empresa de mayor tamaño.

Riesgos Asociados: Sin embargo, el apalancamiento también conlleva riesgos. Los pagos de intereses y la devolución de la deuda pueden ejercer presión sobre la empresa si no se gestionan adecuadamente. Un nivel excesivo de deuda puede ser perjudicial si la empresa no puede generar suficiente efectivo para cumplir con sus obligaciones.

2.6 Los riesgos del Private Equity

El PE genera un amplio debate sobre si sus impactos son positivos o negativos tanto para los inversores como para la sociedad. A su favor, el PE es conocido por su alta rentabilidad, este proporciona acceso a aquellos activos no cotizados y ofrece una volatilidad menor en comparación con el mercado de valores. Además, los PE pueden hacer más sostenibles las pensiones al invertir en ellas, pues se argumenta que su mayor rentabilidad ayuda a que los fondos de pensiones cumplan para con sus pensionistas.

Desde el punto de vista social, el PE canaliza recursos hacia empresas privadas, fomenta la innovación, salva a compañías en dificultades y alinea los intereses de los gestores con los de los accionistas, promoviendo una gestión eficiente.

No obstante, a pesar de ofrecer retornos potencialmente altos, el PE implica riesgos significativos, como el riesgo de liquidez, de valoración y de inversión. El riesgo de liquidez surge porque que las inversiones son a largo plazo, usualmente de 5 a 12 años, y durante este período las participaciones no son reembolsables. Aunque son transferibles, no hay garantía de encontrar compradores para estas participaciones. El riesgo de valoración implica que la valoración de los activos puede variar según el criterio del gestor del fondo, y podría no reflejar el valor real hasta que las empresas del fondo se vendan. El riesgo de inversión se refiere a la incertidumbre en la rentabilidad y el tiempo necesario para que maduren las inversiones en empresas que no cotizadas.

Por otro lado, existen opiniones contrarias que critican a los PE. Para los inversores, a pesar de proporcionar una rentabilidad muy alta, estos fondos no se caracterizan por ser claros ni transparentes, lo que puede reflejar riesgos de apalancamiento y una prima por iliquidez. Otros factores que influyen en esta crítica sostienen que es un vehículo caro y que los GPs siempre serán los beneficiados, independientemente del éxito de las inversiones. Socialmente, el PE puede ser visto como un “fondo buitres”, pues favorece el apalancamiento y peca de cortoplacismo. Además, se critica a los financieros de PE por ser compensados económicamente de manera excesiva sin una justificación clara de sus logros.

2.7 Panorama actual del Private Equity en España

Según los datos recientes proporcionados por SpainCap (SpainCap, 2023), la inversión en España por parte de las gestoras de Private Equity & Venture Capital alcanzó un récord histórico en 2022. Durante ese año, se inyectaron un total de 9.238 millones de euros en empresas españolas, estableciendo un nuevo récord en el número de inversiones con 960 operaciones cerradas. Este dinamismo en la actividad de inversión permitió que España superara la media europea en términos de inversión como porcentaje del PIB, con un 0,70% en España frente al 0,63% en Europa, reduciendo así la brecha con otros países europeos.

La mayoría de estas inversiones se dirigieron a pequeñas y medianas empresas (pymes), que representan el 90% de las 665 empresas destinatarias.

Además, las gestoras internacionales de PE desempeñaron un papel importante, aportando el 80% del volumen total de inversión de ese año. En términos de volumen, 2022 fue el mejor año registrado, y el segundo en cuanto a número de inversiones, con 224 operaciones.

Por otro lado, el "Dry powder" o capital sin invertir de las gestoras de PE nacionales también alcanzó niveles récord, situándose en torno a los 6.045 millones de euros disponibles para futuras inversiones. Este indicador subraya la robustez y el potencial de crecimiento continuo del sector de PE en España.

En 2022, el sector de Private Equity y Venture Capital en España logró su tercer mejor resultado histórico, recaudando 2.620 millones de euros. Aunque esta cifra es un 11,5% inferior a la de 2021, el sector demostró su resiliencia en un entorno económico difícil. Dicho entorno estuvo marcado por la incertidumbre, la inflación creciente y el cambio en la política monetaria que resultó en un aumento de los tipos de interés, el sector mostró resiliencia. Estas condiciones llevó a los inversores a adoptar una postura más cautelosa, prefiriendo fondos de mayor tamaño y complicando la captación para fondos medianos o nuevos en el mercado.

La captación de recursos fue notablemente fuerte gracias al apoyo del sector público a través de programas como Fond – ICO Global, Innvierte, y otros fondos europeos, los cuales han reforzado la atracción del PE por su consistencia en ofrecer rentabilidades positivas comparadas con otros tipos de activos. A nivel nacional, las entidades de Private Equity captaron 1.421 millones de euros y las de Venture Capital, 1.199 millones de euros, marcando un máximo histórico para este último.

La mayoría del nuevo capital, aproximadamente el 54%, fue comprometido por los nueve fondos más grandes, cada uno superando los 100 millones de euros. A nivel global, el sector enfrenta un ajuste, con una captación total de 596.000 millones de euros en 2022, descendiendo un 15% respecto al año anterior y marcando el registro más bajo desde 2017, con la excepción de 2020.

En la Figura 4 y 5 se representan los porcentajes y cifras de la procedencia de los nuevos recursos para las entidades del PE 2022. Los family offices se consolidaron como la

principal fuente de fondos representando el 37% del total de los 2.620 millones de euros captados, con los family offices nacionales aportando 820 millones de euros. Esta cifra refleja el fuerte apetito de los inversores domésticos por este tipo de activos, que han contribuido aproximadamente con el 27% de los nuevos fondos captados en los últimos cinco años.

El sector público, incluyendo asignaciones de Fond-ICO Global, el Fondo Europeo de Inversiones y el vehículo invierte gestionado por el CDTI, fue el segundo mayor aportante con el 25,5% del total captado, sumando 668 millones de euros. Las empresas no financieras aportaron 385 millones de euros, destacándose por su compromiso con los nuevos fondos de Venture Capital impulsados por Fond-ICO Next Tech. Los inversores españoles fueron especialmente activos, contribuyendo con el 80% del total captado (2.106 millones de euros), alcanzando un máximo histórico y mostrando un crecimiento del 18% respecto al año anterior. En contraste, los inversores internacionales redujeron su presencia, focalizándose en fondos internacionales de gran tamaño, lo que resultó en un descenso del 56% en sus compromisos con las gestoras nacionales de PE en comparación con el año anterior. La mayoría de los recursos de inversores internacionales provinieron de Europa, con Luxemburgo, Reino Unido y Francia liderando las contribuciones.

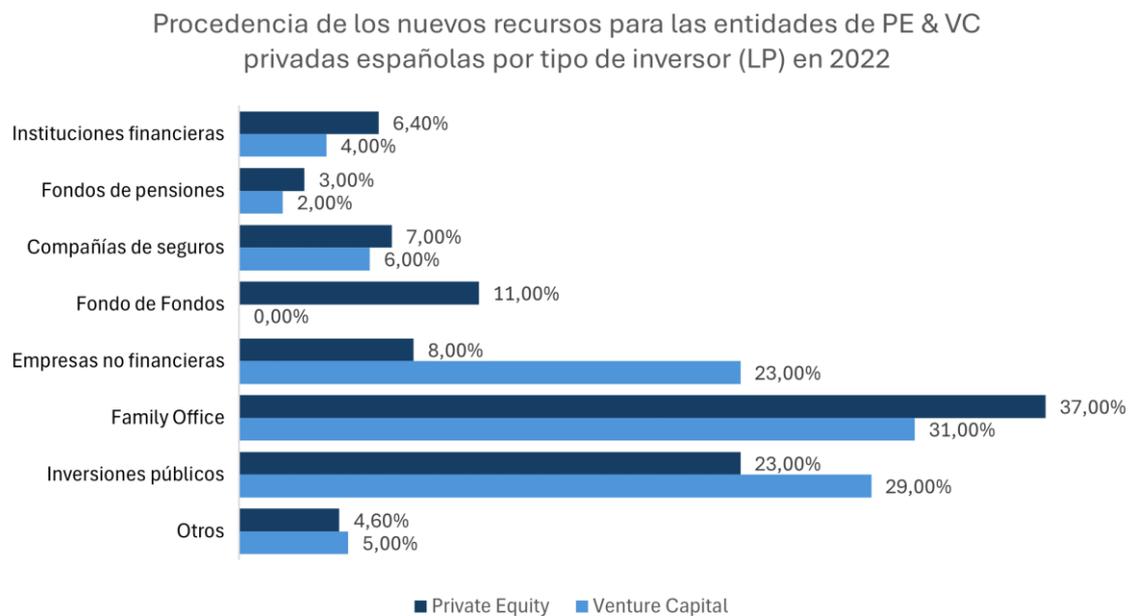


Figura 4: Procedencia de los nuevos recursos para las entidades de PE & VC privadas españolas por tipo de inversor en 2022. Fuente de datos: SPAINCAP/webcapitalriesgo. Elaboración propia

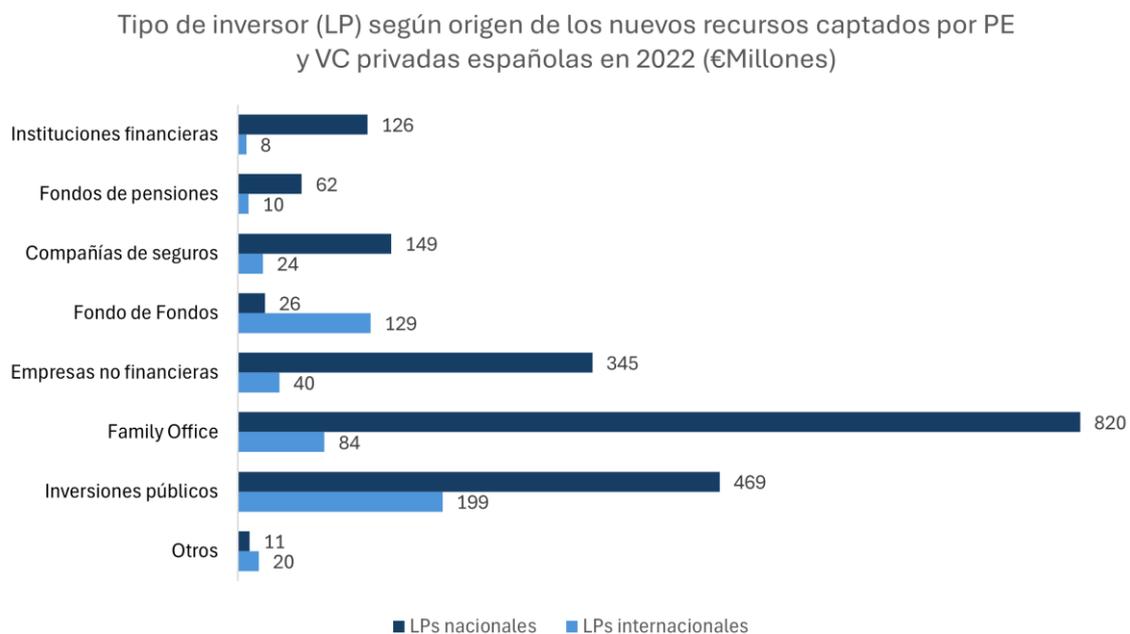


Figura 5: Tipo de inversor según el origen de los nuevos recursos captados por PE & VC privadas españolas en 2022. Fuente de datos: SPAINCAP/webcapitalriesgo. Elaboración propia.

Como se muestra en la Figura 6, la estrategia de inversión de venture capital fue el principal destinatario de los recursos captados en 2022, recibiendo aproximadamente el 45% del total. Las startups fueron las principales beneficiadas, seguidas de cerca por la estrategia de growth capital. Finalmente, las empresas maduras involucradas en operaciones de Management Buy-In (MBI) o Management Buy-Out (MBO) también recibieron una parte significativa de la inversión.

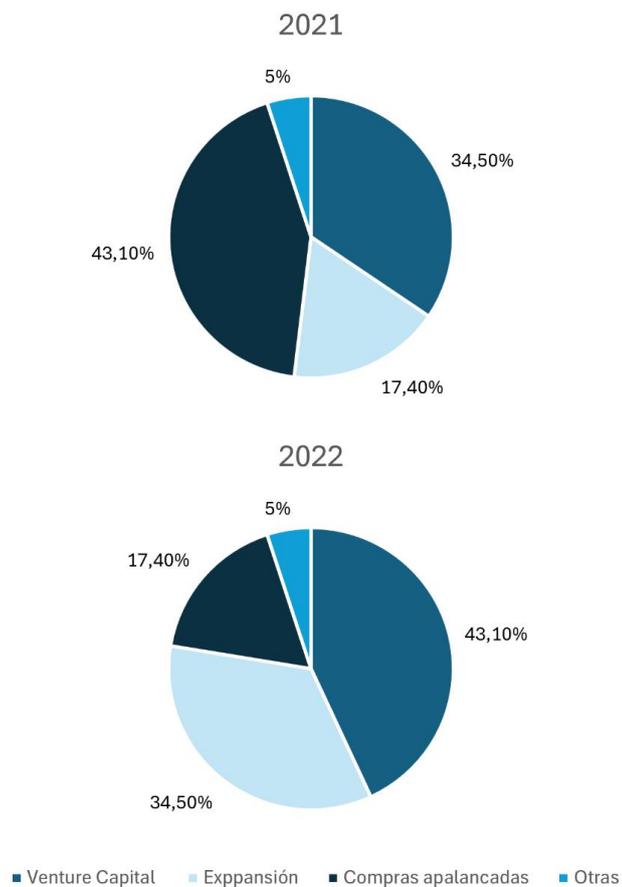


Figura 6: Destino previsto de los nuevos recursos captados en 2022 por las entidades de Private Equity & Venture Capital privadas españolas. Fuente de datos: SPAINCAP/webcapitalriesgo.

Elaboración propia

3. CRITERIOS ESG

3.1 Inicios y evolución de los criterios de ESG

Los inicios de las inversiones sostenibles comienzan en la década de los 60, marcada por eventos históricos como la Guerra de Vietnam. El impacto global de la guerra desencadenó protestas estudiantiles en Estados Unidos, con demandas hacia las universidades para que dejaran de invertir en empresas militares. A medida que las tensiones aumentaban, la sociedad estadounidense se polarizaba entre quienes apoyaban la guerra y aquellos que pedían la paz inmediata. Las protestas alcanzaron su punto máximo en 1967 y culminaron con la represión en las históricas manifestaciones de Chicago en 1968. El clímax llegó en 1969, cuando medio millón de personas se manifestaron en Washington D.C., marcando la mayor protesta contra la guerra en la historia del país. Este movimiento fomentó un creciente interés por las inversiones éticas y sostenibles.

Durante los años 70 hubo un significativo cambio hacia la conciencia ecológica y social, así como la emergencia del gobierno corporativo como aspecto crucial en los negocios. Este contexto dio lugar a los primeros fondos de inversión con enfoque socialmente responsable (ISR), como el Pax World Fund, lanzado en 1971. Este fondo fue pionero al evaluar a las empresas en función de su impacto ambiental y social, excluyendo a aquellas involucradas en actividades controvertidas, como la producción de armas nucleares.

Con la llegada de la era digital en los años 90, las organizaciones empezaron a abordar problemas sociales y medioambientales de manera más directa, independientemente de su ubicación geográfica. Este cambio motivó el desarrollo de normas y directrices para la presentación de informes de sostenibilidad, como la Iniciativa de Reporte Global (GRI). A finales de la década, la creciente demanda de inversiones éticas condujo a la creación del Dow Jones Sustainability Index, el primer índice global que incorporó criterios de sostenibilidad.

Hasta la firma del Acuerdo de París en 2015, las inversiones sostenibles eran más un concepto teórico que una práctica tangible. Este acuerdo, al establecer compromisos vinculantes para combatir el cambio climático, aceleró la adopción de acciones e inversiones para la descarbonización de la economía. La Unión Europea (UE) y sus Estados miembros se comprometieron a convertirse en la primera economía y sociedad climáticamente neutra para 2050.

Lo que inicialmente comenzó como una forma de orientar las inversiones hacia prácticas más responsables, ahora influye en organizaciones de todos los sectores y departamentos. La implementación de principios ESG no solo fomenta mejoras éticas y sostenibles, sino que también contribuye al éxito comercial a largo plazo. Evaluar y potenciar el desempeño ético y sostenible requiere la implementación de programas de ética, una cultura basada en la integridad, abordar impactos ambientales y sociales, fortalecer la gobernanza y promover un liderazgo basado en valores. Al adoptar criterios ESG, las organizaciones no solo se encaminan hacia la excelencia ética, sino que también establecen una estrategia inteligente para su crecimiento y prosperidad futura.

3.2 Definición y conceptos ESG

Las siglas ESG, que provienen de las palabras en inglés Environmental, Social and Governance, representan en la práctica los elementos que definen a una empresa como sostenible a través de su compromiso en aspectos sociales, ambientales y de buen gobierno, sin descuidar en ningún momento los aspectos financieros.

El concepto de ESG representa la evolución de lo que antes se conocía como Inversión Socialmente Responsable (ISR). Sin embargo, su alcance va más allá, ya que aborda de manera integral todos los procesos de una empresa, permitiendo comprender el impacto que trasciende el ámbito empresarial. La correcta identificación, gestión y medición de los criterios ESG influye en su capacidad para atraer inversiones, mejorar su reputación y, en última instancia, asegurar la sostenibilidad del negocio.

Los criterios ESG, que tienen límites poco definidos, requieren que se establezca de forma clara el alcance de la acción de la compañía en estos aspectos, de modo que los resultados intangibles sean fácilmente identificables por los inversores. Para alcanzar este objetivo, es fundamental contar con asesoramiento y un índice de ESG que facilite la obtención directa de información relevante sobre estos aspectos.

Un índice bien estructurado y claro en relación con los criterios ESG permitirá, en primer lugar, que los directivos y ejecutivos tomen decisiones más informadas dentro de la compañía y, en segundo lugar, que los inversores reconozcan y valoren los esfuerzos de las empresas con un capital sostenible a largo plazo.

Para determinar los componentes que integran los criterios ESG, es necesario analizarlos de manera individual.

Estos factores se agrupan en tres pilares principales:

- Environmental o ambiental (E): Este pilar se refieren al impacto de la empresa en el medio ambiente. Estos criterios pueden incluir las emisiones de gases de efecto invernadero, el consumo de recursos naturales, la gestión de residuos y la contaminación. Según un informe de la UNEP (United Nations Environment Programme, 2023), las emisiones de gases de efecto invernadero de las empresas representan alrededor del 70% de las emisiones globales, destacando la importancia de que las empresas tomen medidas para reducir su impacto en el cambio climático.

Otra cuestión importante es el consumo de recursos naturales. Las empresas utilizan una gran cantidad de recursos naturales, como agua, energía y materias primas. Las empresas deben gestionar de forma sostenible estos recursos para evitar su agotamiento. Además, la gestión de también juega un papel importante, ya que las empresas generan una gran cantidad de residuos, que pueden tener un impacto negativo en el medioambiente. Por ello, las empresas deben implementar estrategias efectivas para reducir la cantidad de residuos generados y gestionarlos de manera eficiente. Esto incluye prácticas como el reciclaje, la reutilización y la reducción de la producción de residuos en primer lugar. Finalmente, la contaminación es otra preocupación ambiental significativa, pues las actividades empresariales pueden contaminar el aire, el agua y el suelo. Tomar medidas para reducir el impacto de la contaminación es crucial, lo cual puede lograrse mediante la implementación de tecnologías más limpias, el cumplimiento de normativas ambientales estrictas y la adopción de procesos que minimicen las emisiones contaminantes.

- Social (S): Este pilar se refiere a la relación de la empresa con su entorno social e incluye criterios como el respeto a los derechos humanos, la diversidad e inclusión, las condiciones laborales y la ética empresarial. Por ejemplo, una empresa que opera en una comunidad local puede ser evaluada por su impacto en la economía local, su relación con los proveedores locales o su compromiso con la educación y la formación de los jóvenes.

Según el Banco Mundial, 2023² fue catalogado como el año de la desigualdad económica. En la actualidad, casi 700 millones de personas a nivel mundial subsisten en condiciones de pobreza extrema, viviendo con menos de 2,15 dólares diarios. Por lo tanto, es importante que las empresas trabajen para promover la igualdad y la inclusión.

El respeto a los derechos humanos es otro aspecto que se ha de tener en cuenta. Las empresas deben asegurar que se respeten los derechos humanos de sus empleados, clientes y proveedores. Además, las condiciones laborales seguras y saludables son importantes para el bienestar de los empleados.

Finalmente, la ética empresarial es otra cuestión importante. Se espera que las empresas actúen de forma ética en todas sus operaciones.

- Governance o de buen gobierno (G): Este pilar se refieren al gobierno corporativo de la empresa. Los criterios pueden incluir la transparencia, la responsabilidad, la equidad y la obligación de informar. Según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) , que ha publicado estudios como los Principios de Gobernanza Corporativa de la OCDE/G20 (*Principios De Gobierno Corporativo De La OCDE Y Del G20 2023, 2024*) o *The Governance of Inclusive Growth (Policy Shaping And Policy Making: THE GOVERNANCE OF INCLUSIVE GROWTH, s. f.)*, existe una correlación entre buenas prácticas de gobernanza y el desarrollo económico y social. Por lo tanto, es crucial que las empresas se comprometan con un buen gobierno corporativo.

La transparencia es crucial para que inversores, consumidores y empleados tengan acceso a información relevante sobre la empresa. La responsabilidad asegura que la empresa asuma las consecuencias de sus acciones y sea responsable de sus impactos. La equidad es fundamental para tratar a todos los grupos de interés de manera justa y equitativa. Finalmente, la obligación a informar es importante para que la empresa responda ante los grupos de interés, detallando claramente sus acciones y resultados.

² Mundial, B. (2023, 18 diciembre). *2023 en nueve gráficos: El aumento de la desigualdad*. World Bank. <https://www.bancomundial.org/es/news/feature/2023/12/18/2023-in-nine-charts-a-growing-inequality>

En la siguiente tabla se puede observar algunos de los factores que se incluyen en cada una de estos pilares:

ENVIRONMENTAL (“E”)	SOCIAL (“S”)	GOVERNANCE (“g”)
Biodiversidad/uso del suelo	Relaciones con la comunidad	Contabilidad
Emisiones de carbono	Negocio controvertido	Medidas contra la adquisición
Riesgos de cambio climático	Relaciones con los clientes/productos	Estructura/tamaño del consejo
Consumo de energía	Diversidad	Soborno y corrupción
Abastecimiento de materias primas	Relaciones laborales	dualidad del CEO
Riesgos regulatorios/legales	Salud y seguridad	Sistemas de remuneración de los ejecutivos
Gestión de la cadena de suministro	Gestión del capital humano	Estructura accionarial
Residuos y reciclado	Derechos humanos	Derechos del accionista
Fenómenos meteorológicos	Relaciones sindicales	Transparencia

Tabla 1: Selección de Factores ESG Relevantes. Fuente de datos: Clark et al. (2014).

Elaboración propia

Existen indicadores tanto cualitativos como cuantitativos que miden el impacto de estos factores.

Indicadores cuantitativos:

- Emisiones de gases de efecto invernadero: Medida del impacto de una empresa en el cambio climático. Se pueden medir en toneladas de dióxido de carbono equivalente (CO₂e).
- Consumo de energía: Medida del impacto de una empresa en el consumo de recursos naturales. Se mide en kilovatios hora (kWh).

- Consumo de agua: Medida del impacto de una empresa en el consumo de recursos naturales. Se mide en metros cúbicos (m³).
- Producción de residuos: Medida del impacto de una empresa en la contaminación. Se mide en toneladas.
- Diversidad e inclusión: Medida del compromiso de una empresa con la igualdad y la equidad. Se mide a través de encuestas a los empleados, datos demográficos o políticas de la empresa.
- Salario mínimo: Medida de las condiciones laborales de los empleados. Se mide en dólares estadounidenses o euros.
- Accidentes laborales: Medida de la seguridad laboral de los empleados. Se pueden medir en número de accidentes o días perdidos.

Indicadores cualitativos:

- Respeto a los derechos humanos: Medida de la ética empresarial de una empresa. Se mide a través de políticas de la empresa, auditorías o denuncias de empleados o clientes.
- Equidad salarial: Medida de la igualdad laboral de los empleados. Se mide a través de encuestas a los empleados, datos salariales o políticas de la empresa.
- Responsabilidad social corporativa: Medida del compromiso de una empresa con la comunidad. Se mide a través de donaciones, voluntariado o programas de responsabilidad social corporativa.
- Transparencia: Medida de la claridad con la que una empresa divulga información relevante a las partes interesadas. Esto incluye la regularidad y detalle con que se publican informes financieros y operativos, la facilidad con que los empleados y el público pueden acceder a información crítica, y la participación de los empleados en las decisiones corporativas. Se mide a través de la publicación de informes, la participación de los empleados o el acceso a la información.
- Rendición de cuentas: Medida de cómo una empresa asume responsabilidad por sus acciones y decisiones ante sus stakeholders. Se mide a través de auditorías, mecanismos de participación o acciones legales.

Las metodologías de evaluación ESG son las técnicas que se utilizan para recopilar y analizar los datos de los indicadores. Las metodologías pueden ser internas o externas.

Las empresas optan por metodologías internas para adaptar los métodos de evaluación a sus operaciones específicas y objetivos de sostenibilidad, a menudo utilizando estándares como los de la Global Reporting Initiative (GRI) para guiar este proceso. En contraste, las metodologías externas ofrecen una perspectiva independiente y son utilizadas para proporcionar transparencia y credibilidad a los informes ESG. Agencias de calificación y consultoras especializadas utilizan estos enfoques para evaluar y, a veces, calificar el desempeño de las empresas en ESG, lo que influye significativamente en cómo los inversores y otros stakeholders perciben a la empresa.

4. INTEGRACIÓN Y VALORACIÓN DE ESG EN PE

La necesidad de avanzar hacia una economía justa, responsable y sostenible es evidente y se ha convertido en el mayor y más urgente desafío actual. Las advertencias son cada vez más alarmantes, como las señaladas por el Panel Intergubernamental Sobre El Cambio Climático en agosto de 2021, donde resalta la necesidad de la lucha contra el cambio climático.

En este contexto, las instituciones financieras juegan un papel muy importante, ya que deben apoyar esta transición proporcionando apoyo financiero a industrias sostenibles y ayudar a los inversores a orientar su capital hacia inversiones con beneficios medibles en términos de ESG. Un claro indicador del progreso en este compromiso por parte de las empresas se puede observar en la evolución de las encuestas globales de ESG de BNP Paribas desde 2017 hasta 2021 (*THE ESG GLOBAL SURVEY 2021*, 2021). Estas comenzaron en 2017 con el objetivo de entender cómo propietarios y gestores de activos planeaban integrar criterios ESG. Aunque los resultados de la primera encuesta, titulada “Grandes expectativas”, mostró un prometedor compromiso sin una integración efectiva, la situación cambió en 2021 donde se demuestra como el sector está en proceso de aceleración en el compromiso con las inversiones de ESG y la neutralidad de carbono.

Las cifras respaldan la rápida maduración de la integración de los criterios ESG, superando las expectativas iniciales. En 2019, ninguno de los encuestados anticipaba que

para 2021, el 75% o más de la cartera de un inversor estaría alineada con los criterios ESG. Sin embargo, para 2021, el 22% de los inversores ya habían integrado ESG en al menos el 75% de sus carteras.

La principal barrera para la integración de estos criterios son la disponibilidad y calidad de los datos. Aunque las encuestas de 2019 a 2021 mostraron un avance en esta dirección, reduciendo el porcentaje de quienes identificaron la falta de información como un obstáculo del 66% al 59%, este sigue siendo un porcentaje significativo. Dentro de estas dificultades, se incluyen datos incoherentes entre clases de activos, desafíos relacionados con la calidad y coherencia de los datos, clasificaciones contradictorias de ESG, y la ineficacia de los datos para analizar diferentes escenarios. Lissane Cook, de DNB, señala: “Todavía no tenemos un entendimiento común de las definiciones y el lenguaje en torno a ESG. Por ejemplo, cuando se habla de metodologías con los gestores de activos, como propietario de activos no siempre se está seguro de estar hablando de lo mismo. Todavía hay cierta confusión y la posibilidad de que se produzcan desajustes entre lo que se pide y la respuesta que se da.”

Otro reto relacionado con esta integración es el factor social, el cual es un desafío pues sus datos son difíciles de obtener y existe una falta de normalización en torno a las métricas sociales. Esta situación se agrava en un momento donde el componente social es uno de los más importantes para los inversores.

El compromiso de los inversores con las empresas en las que tienen participaciones está evolucionando, ya no se limita solo a votar en las asambleas, sino que también implica esfuerzos concretos para influir en los aspectos ambientales, sociales y de gobernanza de las empresas. Según una encuesta de 2021, el 61% de los inversores colaboraba activamente con las empresas para mejorar sus prácticas sostenibles. Este porcentaje incluye a un 64% de gestores de activos y a un 58% de propietarios de activos.

En la Figura 7 podemos ver cómo a pesar de que las acciones siguen siendo la principal clase de activos donde se aplican estas consideraciones ESG, con un 69%, los instrumentos de renta fija y verdes también son significativos con un 45%. También se observa como esta integración está cobrando gran relevancia en activos que no cotizan en bolsa. La integración de ESG está ganando relevancia en activos no cotizados; el 41% de los inversores aplican estos criterios en infraestructura y el 38% en capital privado/deuda. Es más habitual que los propietarios de activos incluyan criterios ESG en sus inversiones,

especialmente en el sector de la infraestructura, donde casi la mitad (47%) ya está integrando estas consideraciones, comparado con el 30% de los gestores de activos.

Esto tiene sentido, dado que las inversiones en infraestructura no solo ofrecen oportunidades para generar impactos ambientales positivos, como en proyectos de transición energética, sino también porque los largos plazos de inversión se alinean con las expectativas de los propietarios de activos. De hecho, más de la mitad (54%) de estos propietarios planean con un horizonte de inversión de siete años o más, frente al 31% de los gestores de activos.

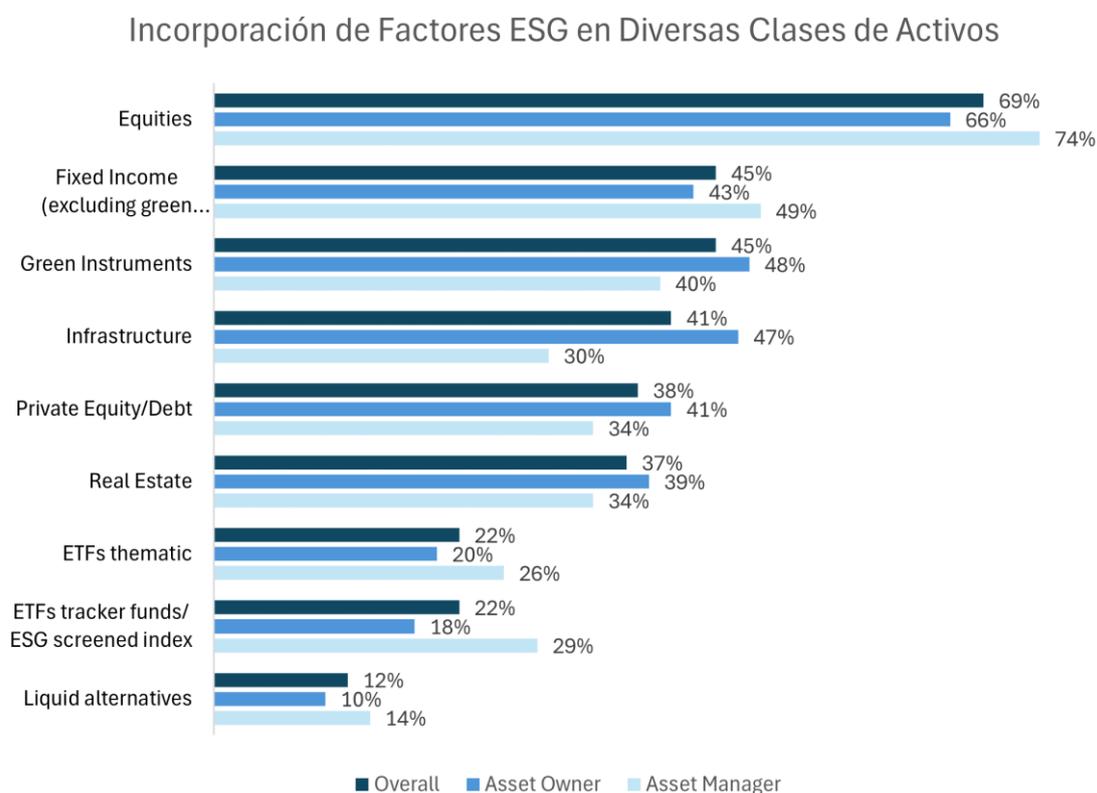


Figura 7: Incorporación de factores ESG en diversas clases de activos. Fuente de datos: BNP Paribas (2021). Elaboración propia

El interés en cómo la integración de criterios ESG afecta las inversiones en private equity es creciente, y es crucial entender los motivos detrás de la decisión de implementar estas prácticas. Resulta fundamental analizar si los fondos de private equity valoran estos factores, por qué los consideran importantes, qué actividades específicas realizan en relación con ESG, qué herramientas utilizan para su integración, en qué criterios se basan para decidir realizar evaluaciones de diligencia debida de ESG, y cuáles son los principales obstáculos que enfrentan para integrar ESG en sus operaciones.

Para obtener una perspectiva inicial sobre estas cuestiones, se analizó una encuesta realizada por María Cristina Zaccone y Matteo Pedrini en 2020 (Zaccone & Pedrini, 2020a) a 23 de los mejores PE *players*. La encuesta indagó inicialmente si consideraban importantes los factores ESG en sus actividades. Los resultados revelaron que una mayoría de los encuestados (72.7%) afirmaron que estos factores son más relevantes ahora que hace cinco años, confirmando el creciente reconocimiento de su importancia dentro del sector.

Posteriormente, se exploraron las razones por las que los factores ESG están cobrando mayor relevancia. Las respuestas revelaron varias razones. En primer lugar el motivo más destacado fue la presión de los inversores. Además, la atención de los medios de comunicación y los grupos de interés públicos, así como la presión de reguladores e instituciones públicas, fueron identificados como factores significativos. Otro motivo importante es la necesidad de controlar e integrar los factores ESG para gestionar riesgos de manera efectiva.

4.1 Integración de ESG en el Ciclo de Inversión del PE

Para comprender cómo los fondos de PE gestionan los factores ESG, se exploraron las actividades específicas que realizan en relación con estos a lo largo de diferentes fases del ciclo de vida de una inversión: búsqueda de oportunidades, due diligence, gestión de cartera y salida. Los resultados, que se pueden observar en la Figura 8, indican que la mayoría de las firmas se enfocan en los aspectos ESG principalmente durante la fase de due diligence. En esta etapa, un 81,8% de las firmas se aseguran de que se cumplan los estándares mínimos de ESG, como ISO 14000 y ISO 26000, antes de proceder con una inversión o cerrar un trato. Sin embargo, solo el 40.9% considera estos factores durante esta fase para identificar oportunidades que puedan crear valor, lo que sugiere que el

enfoque principal de las firmas está más orientado a la mitigación de riesgos que a la creación de valor.



Figura 8: Acciones de las Empresas en relación a las prácticas ESG. Fuente de datos: Encuesta (Zaccone & Pedrini, 2020b).Elaboración propia

Durante las fases iniciales de inversión de PE, como la búsqueda de oportunidades y la gestión de la cartera, existe un compromiso considerable con los principios ESG. Por ejemplo, el 68.2% de las firmas se asegura de que las empresas en las que invierten desarrollen y mantengan políticas y planes ESG después de ser adquiridas. Adicionalmente, un 63.6% evita invertir en industrias que no cumplen con los criterios ESG, tales como el juego, el tabaco y el alcohol. Sin embargo, se observa una notable disminución en la atención hacia estos factores en la fase de salida (exit), donde solo un 31.8% de las firmas considera estos aspectos al desinvertir o vender sus participaciones.

Durante la fase de due diligence, como se muestra en la figura 9, los criterios ESG juegan un papel crucial en la evaluación de potenciales inversiones. El modelo de negocio de la empresa es el criterio con mayor peso, considerado en un 59.1% de los casos, destacando su importancia sobre la madurez ESG del sector, que se considera en el 45.5% de los casos. En comparación, el tamaño de la empresa resulta ser el criterio menos relevante en esta etapa.

Para entender mejor las razones detrás de la incorporación de factores ESG durante la etapa de due diligence, se realizó una encuesta cuyos resultados subrayan que la principal motivación para integrar estos factores es la presión de los inversores. Los medios de comunicación y los grupos de interés públicos también ejercen una influencia significativa, motivando a las firmas a considerar estos aspectos en sus evaluaciones. Adicionalmente, la gestión de riesgos es un factor muy importante: una proporción significativa de los encuestados indicó que la integración de aspectos ESG les ayuda a identificar y mitigar potenciales riesgos en sus inversiones.

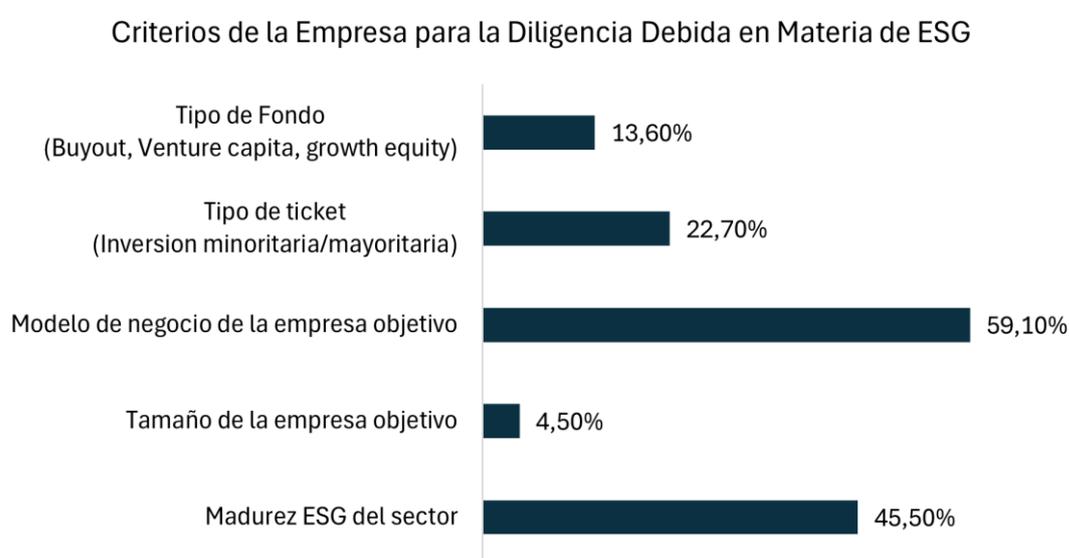


Figura 9: Criterios de las empresas para la due diligence debida en materia de esg. Fuente de datos: Encuesta (Zaccone & Pedrini, 2020b).Elaboración propia

La encuesta revela que el 59,1% de las firmas de PE evalúan los factores en todas sus revisiones, lo que demuestra que la inclusión de prácticas ESG se ha generalizado y es considerada esencial en la evaluación de nuevas inversiones. Para evaluar estos factores, las firmas PE utilizan principalmente cuestionarios de verificación, usados por el 63.6% de ellas para asegurar que las empresas en las que invierten gestionen adecuadamente los riesgos y cumplan con las normativas de ESG.

Sin embargo, solo un número de firmas recurre al asesoramiento externo de expertos de la industria. Las decisiones se guían principalmente por el modelo de negocio de la

empresa objetivo y la madurez de ESG en la industria correspondiente. Estos criterios permiten a las firmas de PE identificar aquellas oportunidades que mejor se alinean con las prácticas del sector, asegurando así que sus inversiones no solo sean rentables sino también responsables.

En cuanto a las barreras que impiden una integración efectiva de ESG, se observa que la falta de información sigue siendo el principal obstáculo para el 59,1% de las firmas, junto con la falta de habilidad interna y el gran tiempo que consume implementar estas prácticas.

Esta primera percepción revela que los fondos de PE tienden a establecer unos estándares mínimos en la integración de los factores de ESG, principalmente para proteger sus inversiones de posibles riesgos, más que para identificar oportunidades de negocio que puedan surgir al adoptar estas medidas. Se percibe la integración de ESG más como una obligación básica en respuesta a presiones externas que como una oportunidad estratégica para crear valor.

Este enfoque nos lleva al debate central de este estudio: ¿Cuáles son los beneficios reales de integrar estos criterios en el proceso de inversión? ¿Los fondos de PE integran estos factores principalmente para reducir sus riesgos o también buscan crear valor? ¿Se traduce esta integración en rendimientos positivos?

Adoptar prácticas sostenibles enfocadas en cuestiones de ESG puede ser muy beneficioso desde un punto de vista económico. Esto significa que las empresas no solo actúan de manera ética y responsable, sino que, al hacerlo, también pueden aumentar sus beneficios y desempeño en el mercado. Es importante que esta integración de los factores ESG en la gestión estratégica corporativa no se vea solo como un cumplimiento normativo o una mejora de imagen, sino como una parte integral que contribuye directamente al éxito financiero de la empresa. Adoptar ESG debe ser una estrategia bien pensada que alinee responsabilidad social con beneficios económicos tangibles.

4.2 Desafíos y Oportunidades en la Implementación de ESG

La sostenibilidad no solo mejora la imagen pública de un fondo de PE, sino que también satisface los intereses de los inversores y actúa como una forma de protección anticipada contra eventos adversos relacionados con estos factores. En otras palabras, las prácticas de ESG pueden ofrecer ventajas competitivas significativas tanto para las empresas gestionadas por el PE como para el propio fondo.

El valor de un fondo de private equity está determinado por el valor de los activos bajo su gestión, que son principalmente empresas que forman parte de su porfolio. Por esta razón, es importante entender cómo la incorporación de factores ESG puede convertirse en una ventaja competitiva para estas empresas, haciendo que sean más atractivas para los inversores de los PE. Estas ventajas se manifiestan principalmente en tres áreas: la gestión de riesgos, el rendimiento y la mejora de la reputación.

RIESGO

Ignorar los factores ESG puede desembocar en graves consecuencias financieras. Esto se evidencia en las sanciones y acuerdos más relevantes que han tenido que pagar algunas de las mayores empresas a nivel mundial. Un ejemplo es la compañía minera brasileña Vale S.A., uno de los mayores productores de mineral de hierro del mundo. Vale fue acusada de emitir declaraciones falsas y engañosas sobre la seguridad de sus presas, culminando en el colapso de una de ellas en 2019 que causó la muerte de 270 personas. La Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC) acusó a Vale de conocer las deficiencias de seguridad mientras afirmaba falsamente cumplir con las prácticas internacionales más estrictas en sus informes y comunicados. Además, la SEC indicó que Vale manipuló auditorías de seguridad, obtuvo certificados de estabilidad de manera fraudulenta y engañó al gobierno, inversores y a la comunidad en sus divulgaciones de ESG. Finalmente, la SEC aseguró un acuerdo que requería que Vale pagara una multa civil de \$25 millones y \$30.9 millones ³en desembolsos y perjuicios calculados antes del juicio.

³ The Harvard Law School Forum on Corporate Governance. (2024, 13 marzo). *SEC Enforcement: 2023 Year in Review*. The Harvard Law School Forum On Corporate Governance. <https://corpgov.law.harvard.edu/2024/03/13/sec-enforcement-2023-year-in-review/>

Otro caso es el de una subsidiaria de Deutsche Bank AG, que en septiembre de 2023 fue acusado por la SEC de hacer afirmaciones falsas sobre sus prácticas de inversión relacionadas con ESG. Según la SEC, aunque la empresa se había presentado como líder en ESG, comprometiéndose públicamente a integrar estos criterios en sus inversiones, en realidad no implementó estas políticas de manera efectiva ni estableció procedimientos adecuados para garantizar la precisión de sus declaraciones públicas. Como resultado de estas irregularidades, la empresa acordó pagar una multa de 19 millones de dólares por la infracción relacionada con ESG y una multa adicional de 6 millones de dólares por no desarrollar un programa adecuado de prevención de lavado de dinero (AML). Un caso similar ocurrió con Goldman Sachs asset management en 2022, que fue multado con 4 millones de dólares ⁴ por la SEC por inconsistencias en sus políticas de investigación ESG.

Además, las externalidades representan otro tipo de riesgo. Estos son costes asociados a impactos ambientales como la contaminación o el uso excesivo de recursos naturales que generalmente no se reflejan en los costes directos de producción. Sin embargo, eventos extremos como sequías o inundaciones pueden hacer que estas externalidades se reconozcan de manera abrupta. Por ejemplo, una sequía puede reducir drásticamente la disponibilidad de agua, aumentando su coste y afectando la producción. En estas situaciones, los gastos anteriormente ignorados se vuelven evidentes y pueden impactar significativamente las cuentas de la empresa. Un informe de truco-cost en 2013 estimó que el coste global de estas externalidades no contabilizadas ascendía a unos 7.3 trillones de dólares anuales ⁵, lo que representaba un 13% de la producción económica mundial. Además, el Foro Económico Mundial identifica varios riesgos relacionados con la sostenibilidad, como las crisis de agua y alimentos, eventos climáticos extremos y la ineficacia en las medidas contra el cambio climático, como algunos de los mayores desafíos globales actuales.

Ignorar los aspectos de sostenibilidad puede tener consecuencias muy negativas para las empresas a medio y largo plazo, poniendo en riesgo incluso su continuidad. Por ello, las

⁴ Tichansky, H. (2024, 14 mayo). *Risk Prediction: ESG Increased Fines and Penalties*. Aravo. <https://aravo.com/blog/2023-risk-predictions-increased-fines-and-penalties-for-esg-non-compliance-will-bite-back/>

⁵ Joseph. (2016b, septiembre 6). *Natural Capital at Risk: The Top 100 Externalities of Business*. Capitals Coalition. <https://capitalscoalition.org/natural-capital-at-risk-the-top-100-externalities-of-business/>

empresas deben integrar estas consideraciones de sostenibilidad en su planificación y operaciones para mitigar estos riesgos .

RENDIMIENTO

La eficiencia operativa está estrechamente ligada a la sostenibilidad, pues reducir el desperdicio y la contaminación no solo beneficia al medio ambiente, sino que también mejora la rentabilidad de la empresa. Esto se debe que la contaminación frecuentemente representa un uso ineficiente e incompleto de los recursos. A través de innovaciones en los procesos, muchas empresas han demostrado que es posible compensar los gastos asociados con estas mejoras y, simultáneamente, obtener beneficios. Algunos ejemplos que destacan son:

1. **Unilever:** a través de su "Plan de Vida Sostenible", Unilever ha logrado reducir su impacto ambiental al mismo tiempo que ha mejorado su rendimiento financiero. Han disminuido sus costes al reducir el uso de agua y energía en la producción. Además reportan que sus marcas sostenibles crecen más rápido que el resto de su portfolio.
2. **Nike:** esta compañía ha implementado la tecnología Flyknit en sus procesos de producción, que produce menos residuos y mejorando la eficiencia energética. Esta innovación no solo disminuye los costes de producción si no también atrae a aquellos consumidores preocupados por el impacto ambiental.
3. **Tesla, Inc.:** Tesla se beneficia no solo de la venta de vehículos eléctricos, sino también de su expansión en el negocio de soluciones de almacenamiento de energía y tecnologías solares. Estas innovaciones responden a la demanda de productos menos dañinos para el ambiente y demuestran cómo la sostenibilidad puede generar nuevas líneas de negocio.
4. **Patagonia:** Esta empresa de ropa y equipamiento para actividades al aire libre ha basado su modelo de negocio en la sostenibilidad. A través de su iniciativa "Worn Wear" promueve la reparación de productos, la reutilización y el reciclaje, lo cual no solo reduce el impacto ambiental sino que también crea una fuerte lealtad de marca.

5. **IKEA:** IKEA ha hecho inversiones considerables en energía renovable y en la sostenibilidad de su cadena de suministro. Utilizan materiales reciclados y sostenibles en muchos de sus productos y se esfuerza por mejorar la eficiencia energética en sus tiendas y operaciones logísticas.

Estos ejemplos demuestran cómo la integración de estrategias sostenibles en las operaciones corporativas se ha convertido en un componente esencial no solo para la gestión eficiente de recursos sino también para la construcción de una imagen corporativa fuerte y una base de clientes leales y conscientes.

REPUTACIÓN

Los factores (ESG) son fundamentales para el éxito y la sostenibilidad empresarial. Una reputación sólida, especialmente en términos de ambiente laboral, no solo atrae y retiene talento, sino que también impulsa el desempeño financiero y ofrece ventajas competitivas. El artículo titulado "Effect of work motivation and job satisfaction on employee performance: Mediating role of employee engagement" por S Riyanto, E Endri, y N Herlisha⁶, discute cómo la motivación y la satisfacción en el trabajo pueden influir de manera positiva en el desempeño de los empleados y, por ende, en el valor de la empresa.

Por otro lado, los estándares ESG deficientes pueden perjudicar gravemente la reputación corporativa. Incidentes como caso Volkswagen, conocido como "Dieselgate"⁷ ilustran las consecuencias negativas de no adherirse a prácticas responsables, resultando en boicots de consumidores y daños a la imagen pública de las empresas. En 2015, se descubrió que Volkswagen había instalado software en sus vehículos diésel que manipulaba los resultados de las pruebas de emisiones para cumplir con las normativas ambientales solo durante las pruebas, mientras que en condiciones normales, los vehículos emitían hasta 40 veces más contaminantes de lo permitido. Este incidente no solo resultó en cantidad de multas y demandas legales que costaron a la empresa miles de

⁶ Riyanto, S., Endri, E., & Herlisha, N. (2021). Effect of work motivation and job satisfaction on employee performance: Mediating role of employee engagement. *Problems and Perspectives in Management*, 19(3), 162.

⁷ Sachek, R. (2023, 7 agosto). *The story behind Volkswagen's infamous Dieselgate scandal*. SlashGear. <https://www.slashgear.com/1357004/volkswagen-dieselgate-scandal-explained/>

millones de dólares, sino que también dañó gravemente su reputación, afectando la confianza de los consumidores y los inversores.

Ser transparentes en la cadena de suministro, asumir responsabilidad en las decisiones directivas y participar activamente en iniciativas sostenibles son pasos clave para manejar riesgos de una forma eficaz. Estas prácticas no solo hacen a una empresa más estable y confiable, sino que también ayudan a mantener su valor a largo plazo y a seguir siendo competitiva en el mercado global.

Los aspectos que hemos explorado impactan directamente en el coste de capital de las empresas. Aquellas que mantienen altos estándares de sostenibilidad suelen tener un menor coste de capital, mejorando así su acceso a fuentes de financiación. Por ejemplo, una estructura de buen gobierno corporativo que incluye consejos de administración más pequeños y políticas de transparencia robustas; las prácticas responsables en la gestión ambiental, como medidas para mitigar la contaminación y prevenir emisiones tóxicas; y el bienestar de los empleados, todos tienen un efecto positivo y contribuyen a reducir los costes de endeudamiento.

Por otro lado, las medidas antiadquisición pueden aumentar el coste del capital propio. Sin embargo, una gestión efectiva de los riesgos ambientales y una comunicación clara y transparente sobre políticas ambientales tienden a reducirlo. Mantener buenas relaciones laborales y asegurar la seguridad de los productos también son factores que disminuyen el coste del capital propio.

Estos elementos demuestran cómo una gestión ética y responsable no solo beneficia al medio ambiente y a la comunidad, sino que también optimiza la estructura financiera de las empresas, facilitando un acceso más económico al capital. Las empresas que adoptan prácticas sostenibles no solo atraen a consumidores y empleados más comprometidos, sino que también influyen en las políticas corporativas, provocando cambios a largo plazo en las reglas del mercado. En consecuencia, las empresas están cada vez más motivadas para promover la diversidad y la inclusión, contribuyendo así a construir un futuro sostenible para todos.

5. FACTORES ESG QUE INFLUYEN HACIA EL IMPACTO EN LA INVERSIÓN

Para entender cómo los factores ESG influyen en las decisiones de inversión y destacar la importancia de la sostenibilidad en el ámbito empresarial, es importante identificar primero qué comprenden estos factores. Los informes de sostenibilidad se han convertido en herramientas que conectan a todos los implicados en la empresa, desde empleados hasta inversores externos. Estos informes no solo proporcionan datos y estándares de la industria para evaluar el valor de una empresa, sino que también la hacen más atractiva para inversores y clientes al mostrar su compromiso con prácticas sostenibles.

Además, la relevancia de los factores ESG en la valoración empresarial está creciendo, dado que estos aspectos no financieros tienen un impacto significativo en la valoración de acciones y bonos. Una revisión de la literatura publicada por *Sustainability (Aich et al., 2021a)*. se centró en identificar estos factores y cómo influyen en las inversiones. Esta revisión seleccionó publicaciones de diversas bases de datos utilizando palabras clave relacionadas con ESG, sostenibilidad, y su impacto en las inversiones.

El estudio también destaca la importancia de fomentar la colaboración y cooperación entre organizaciones para promover la sostenibilidad. Se pone especial énfasis en cómo la innovación y el compromiso activo de todos los interesados pueden orientar a las empresas hacia prácticas más sostenibles. Además, se subraya la necesidad de gestionar cadenas de suministro de manera sostenible, adoptando prácticas ecológicas y considerando los impactos ambientales, lo cual es crucial para influir positivamente en las decisiones de inversión a través de las prácticas ESG. Estos factores son:

1. Conservación de Ingresos: Las estrategias de conservación impactan positivamente en las inversiones, pues no solo buscan generar ganancias o al menos preservar el capital inicial, sino que también protegen recursos naturales y ecosistemas. Esta conservación ayuda a mantener hábitats críticos y reduce la presión sobre los recursos ecológicos, lo que a su vez puede mejorar la rentabilidad a largo plazo de las inversiones sostenibles.

2. Derechos Humanos: Los derechos humanos son un factor clave que impulsa la rentabilidad. Las inversiones directas extranjeras (FDI) tienden a fluir hacia países en desarrollo que respetan los derechos humanos, ya que esto se traduce en mayor productividad y mejores resultados económicos.

3. Buena Gobernanza: Una buena gobernanza indica estabilidad financiera y es fundamental para atraer inversiones, asegurando que las leyes protejan a los inversores y la economía funcione de manera eficiente.

4. Deforestación y Biodiversidad: La deforestación reduce los bosques y amenaza la biodiversidad, mientras que una gestión adecuada puede optimizar los beneficios de la biodiversidad y atraer inversiones sostenibles.

5. Impacto en la Inversión: Las inversiones suelen basarse en las calificaciones ESG de una organización, y los analistas utilizan estos datos para evaluar el desempeño ambiental, social y de gobernanza de las empresas, lo que influye en las decisiones de inversión.

6. Relaciones Laborales: Las relaciones positivas con los empleados pueden aumentar la productividad y atraer buenas inversiones, mientras que una mala gestión de las relaciones laborales puede tener el efecto contrario.

7. Gestión de Residuos y Control de la Contaminación: Una gestión efectiva de los residuos y la contaminación contribuye a la sostenibilidad y atrae inversiones, al transformar residuos y contaminantes en recursos útiles.

8. Impacto en el Medio Ambiente: Un buen manejo de los aspectos ambientales y sociales mejora la reputación de una empresa o institución y sus calificaciones ESG, lo que a su vez atrae más inversiones.

9. Políticas Corporativas: Las políticas corporativas de una empresa influyen en las decisiones de inversión, donde la gobernanza y los factores de comportamiento a nivel empresarial son considerados por los inversores.

10. Emisiones de Gases de Efecto Invernadero: El manejo de las emisiones de gases de efecto invernadero es crucial para la sostenibilidad y tiene un impacto directo en la atracción de inversiones, especialmente en un contexto global donde la reducción de estas emisiones es prioritaria.

Después de identificar los factores relevantes, se aplicó el modelo ISM (Interpretive Structural Modeling) para analizar cómo estos factores están interconectados y cómo impactan en las inversiones. Este modelo utiliza un digrafo y una tabla de partición de niveles, facilitando la visualización de cómo se interrelacionan los factores en distintos niveles de influencia.

El valor del modelo ISM reside en su capacidad para demostrar que los factores ESG no operan de manera aislada, sino que están vinculados a través de complejas relaciones de dependencia e influencia. Este modelo ofrece una visión clara de cómo las decisiones estratégicas y operativas en una organización no solo afectan su desempeño ambiental y social, sino también su rendimiento financiero y su atractivo para los inversores.

El modelo ISM se organiza en varios niveles que representan una jerarquía de influencia entre los factores. Cada flecha en el digrafo indica una relación directa, mostrando cómo un factor en un nivel superior puede influir en uno o más factores en niveles inferiores. Como podemos ver en la Figura 10, en el nivel superior, el "Impacto en la Inversión" es influenciado directamente por factores como el "Impacto en el Medio Ambiente" y las "Emisiones de Gases de Efecto Invernadero". Este último está a su vez afectado por la "Gestión de Residuos y Control de la Contaminación", la "Conservación de Ingresos" y la "Deforestación y Biodiversidad", lo que demuestra cómo las estrategias de conservación y las prácticas operativas pueden impactar directamente las emisiones.

En los niveles intermedios, factores como "Políticas Corporativas", "Derechos Humanos" y "Relaciones Laborales" se interconectan, mostrando que las políticas internas de una empresa afectan directamente cómo se manejan los derechos humanos y las relaciones laborales, afectando así la gobernanza general. La "Buena Gobernanza", situada en la base del modelo, influye directamente en estos aspectos, destacando que una gobernanza efectiva es el motor para sostener prácticas corporativas responsables y éticas y lograr un impacto positivo en las inversiones.

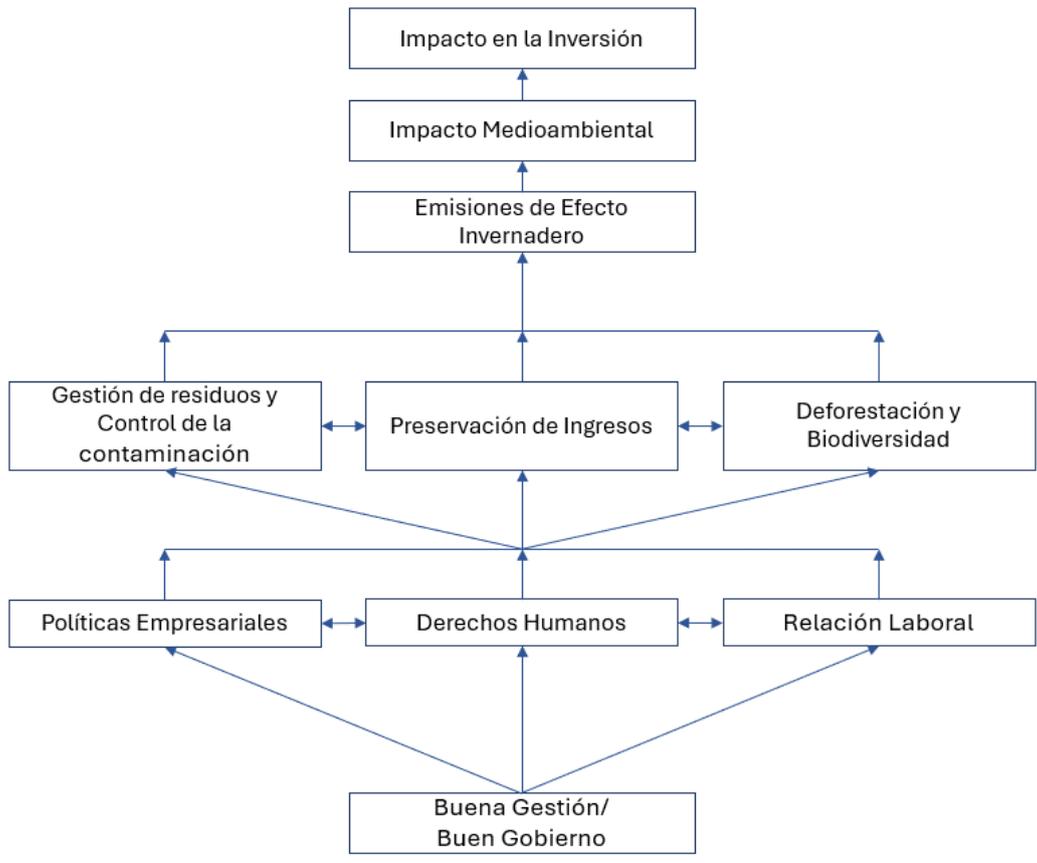


Figura 10: Modelo ISM de influencia entre los factores. Fuente de datos: Aich et al. (2021b).
Elaboración propia

Un estudio realizado por la universidad de NYU ⁸reveló que las inversiones en sostenibilidad ambiental no afecta el rendimiento financiero corporativo a corto plazo; sin embargo, sí tiene efectos positivos a largo plazo. Según los datos, como se puede observar en la Figura 11, existen resultados positivos o neutrales en la correlación ente la inversión en sostenibilidad y el rendimiento financiero.

⁸ Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2021). ESG and financial performance. *Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from, 1, 2015-2020.*

Impacto de la Inversión en Sostenibilidad sobre los Resultados Financieros

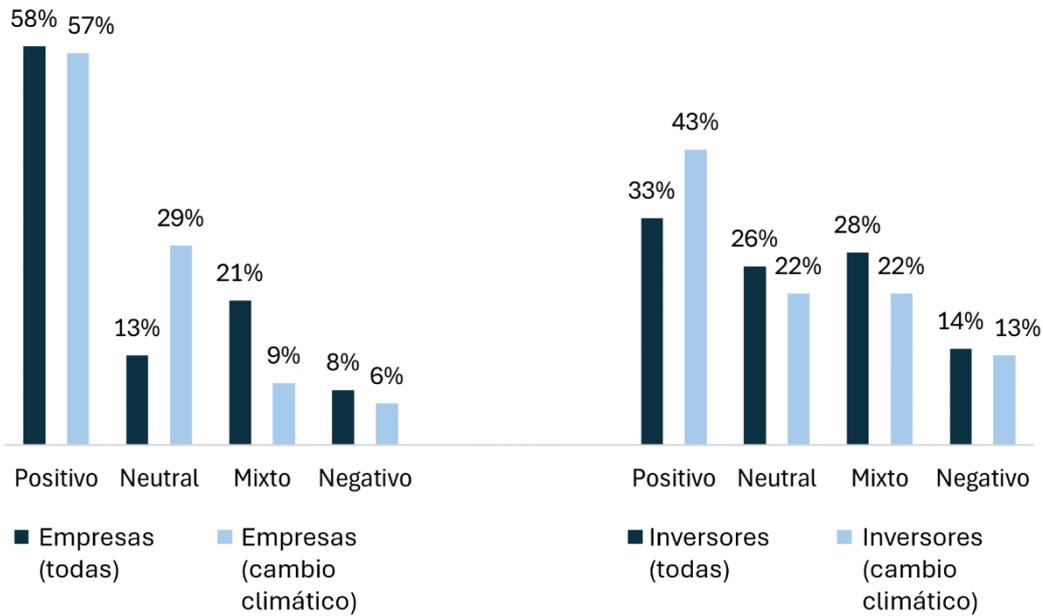


Figura 11: Impacto de la inversión sostenible sobre los rendimientos financieros. Fuente de datos: (Whelan et al., 2021). Elaboración propia

A continuación, se detallan los aspectos clave sobre cómo los factores ESG afectan el rendimiento financiero:

- **Mejora el rendimiento financiero a largo plazo debido a ESG:** El estudio indica que invertir en sostenibilidad ambiental no muestra un impacto inmediato en el rendimiento financiero a corto plazo. Sin embargo, los efectos a largo plazo son significativamente positivos. Se sugiere que una empresa con un enfoque a largo plazo en ESG tiene un 76% más de probabilidades de mostrar resultados financieros positivos o neutros, especialmente cuando los CEO comunican planes a largo plazo.
- **Comparación de estrategias de inversión ESG:** La integración de ESG como estrategia de inversión supera a las estrategias de cribado negativo. Este último enfoque implica excluir de la cartera de inversiones a empresas o sectores que no cumplen con ciertos criterios éticos o de sostenibilidad, como por ejemplo

compañías involucradas en la producción de armas o tabaco. Además, se ha observado que las empresas que están mejorando activamente sus prácticas ESG, conocidas como "ESG Improvers", tienden a obtener mejores resultados financieros que aquellas que ya son líderes en ESG. Esto indica que el mercado valora más el progreso continuo en la sostenibilidad que el estado sostenible ya alcanzado, sugiriendo que las estrategias centradas en la mejora continua de ESG pueden ofrecer retornos financieros superiores.

- **Protección durante las crisis económicas y sociales gracias a ESG:** Las inversiones que incorporan criterios ESG tienden a ser más resilientes y estables durante períodos de inestabilidad económica. Durante eventos como la crisis financiera global de 2007-2009 y la pandemia de COVID-19 en 2020, se observó que los fondos y los índices centrados en ESG mostraron un mejor desempeño que sus contrapartes convencionales. Esto se debe a que las empresas con altos estándares ESG generalmente tienen una mejor gestión de riesgos y operaciones más sostenibles, además de una percepción positiva en el mercado, atrayendo a inversores en busca de estabilidad. Estas empresas también suelen recuperar su valor más rápidamente tras las crisis, gracias a la confianza continua del inversor en su compromiso con prácticas sostenibles y éticas.
- **Iniciativas de sostenibilidad que impulsan el rendimiento financiero:** Las estrategias de sostenibilidad implementadas a nivel corporativo pueden mejorar el rendimiento financiero a través de varios factores mediadores como la innovación, la eficiencia operativa y la gestión de riesgos. Estos factores no solo mejoran la reputación de una empresa, sino que también contribuyen a un desempeño financiero más sólido.
- **Gestión orientada a un futuro bajo en carbono:** Investigaciones recientes como las publicadas por European Journal of Finance and Management Sciences y el trabajo de Michael Pimentel indican que las estrategias enfocadas en mitigar el cambio climático mediante la reducción de carbono están vinculadas a un mejor

rendimiento financiero. Las empresas que adoptan prácticas que reducen significativamente las emisiones de carbono tienden a obtener mejores resultados financieros, demostrando que ser proactivo en la gestión del impacto ambiental puede ser rentable.

- **El impacto limitado de la divulgación de ESG por sí sola:** Mientras que la publicación de información sobre prácticas sostenibles es importante, esta no mejora necesariamente los resultados económicos a menos que se acompañe de acciones ESG efectivas y tangibles. Los inversores y el mercado valoran más las mejoras reales en las prácticas. Por lo tanto, es importante que las empresas no solo informen sobre sus prácticas ESG, sino que también implementen medidas reales que impacten de manera positiva.

6. IMPACTO DE ESG EN PE ESPAÑOLES

6.1 Regulación y Categorización de Fondos según SFDR

En Europa, recientes regulaciones están transformando la forma en que las gestoras de activos en España abordan los factores ESG. Un ejemplo de estas regulaciones es el Reglamento de la UE sobre la divulgación de información de sostenibilidad en el sector financiero (SFDR), que entró en vigor el 10 de marzo de 2021. Este reglamento busca mejorar la claridad y el detalle con que las gestoras comunican cómo los riesgos de sostenibilidad afectan sus operaciones y los fondos que administran, garantizando que la información proporcionada sea tanto detallada como verificable, aumentando así la transparencia.

Los fondos se clasifican bajo tres categorías según el SFDR:

- Artículo 6: Fondos que no promueven activamente criterios de ESG y solo consideran los riesgos ESG de forma básica en sus decisiones de inversión.

-Artículo 8: ⁹Los fondos bajo este artículo promueven características de sostenibilidad ambiental o social, aunque la sostenibilidad no es necesariamente el objetivo central de la inversión. Los gestores de estos fondos deben proporcionar información detallada sobre cómo las características de sostenibilidad están integradas en las políticas de inversión y cómo se cumplen estas características en práctica.

-Artículo 9: ¹⁰Estos fondos tienen objetivos de sostenibilidad explícitos y claros, siendo los más estrictos en términos de criterios de sostenibilidad. Se espera que los fondos del artículo 9 no solo consideren aspectos de sostenibilidad sino que actúen activamente para lograr objetivos específicos, como la reducción de la huella de carbono, la preservación de la biodiversidad, o la lucha contra la desigualdad. Estos fondos deben demostrar cómo sus inversiones contribuyen directamente a estos objetivos y medir los resultados de estas inversiones en términos de impacto sostenible.

6.2 Adopción y Prácticas de ESG entre los PE españoles

En el documento del SRI del 2024 (EthiFinance, 2024) analiza como las Gestoras de Activos españolas están integrando los aspectos ESG en sus procesos de inversión. La Figura 12 muestra como el 75% de las gestoras afirma tener en cuenta los criterios de sostenibilidad tanto a nivel de producto como de la entidad en sus estrategias de inversión. Esto indica que las gestoras están evaluando activamente cómo sus inversiones pueden impactar y ser impactadas por factores sostenibles, lo cual es importante para gestionar riesgos y buscar rendimientos a largo plazo.

El 54% de las Gestoras de Activos ha demostrado un compromiso proactivo hacia la sostenibilidad, implementando medidas para mitigar los riesgos asociados con los aspectos ASG y, al mismo tiempo, mejorado la transparencia al publicar políticas ASG con compromisos específicos en sus webs. Este enfoque no solo refuerza su imagen corporativa ante los inversores, sino que también establece un marco claro para la

⁹ *Artículo 8 en fondos sostenibles: definición y características - FundsPeople España.* (2021, 21 julio). FundsPeople España. <https://fundspeople.com/es/glosario/articulo-8-en-fondos-sostenibles-definicion-y-caracteristicas/>

¹⁰ *Artículo 9: qué es y cuáles son las características de los fondos más verdes de todos - FundsPeople España.* (2021, 21 julio). FundsPeople España. <https://fundspeople.com/es/glosario/que-es-el-articulo-9/>

adopción de prácticas sostenibles, mostrando una tendencia hacia la responsabilidad corporativa.

En contraste, solo el 35% de las gestoras en España han incluido aspectos de sostenibilidad en sus políticas de remuneración, un porcentaje algo inferior al 40% observado en las gestoras de activos en Francia. Esto indica diferencias regionales en cómo se valora y se incentiva la sostenibilidad a nivel corporativo.

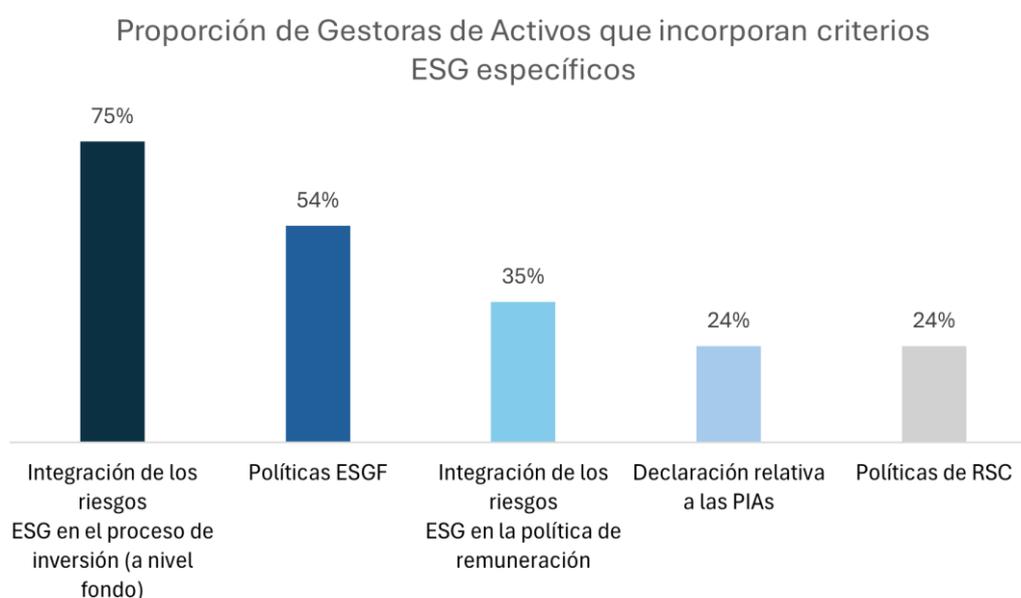


Figura 12: Proporción de gestoras de activos que incorporan criterios ESG específicos. Fuente de datos: Ethifinance, 2024. Elaboración propia

Este panorama refleja un creciente reconocimiento y adopción de prácticas sostenibles entre las Gestoras de Activos, que no solo buscan cumplir con las nuevas expectativas de responsabilidad corporativa sino que también ven en estos esfuerzos una forma de generar valor a largo plazo tanto para sus inversores como para la sociedad. En España, el 39% de las gestoras de activos cuentan con al menos un empleado dedicado exclusivamente a cuestiones ESG, y el mismo porcentaje realiza formaciones sobre ESG dentro de sus organizaciones para asegurar que todos los empleados comprendan la importancia y el impacto de estos factores.

En cuanto a las herramientas para cumplir con sus políticas de sostenibilidad, el 40% de las gestoras utiliza proveedores de soluciones ESG, y un 24% lo hace de manera regular. Esto indica que muchas gestoras prefieren apoyarse en expertos externos para mejorar la implementación de sus iniciativas de sostenibilidad. Estas prácticas subrayan cómo las gestoras de activos en España están tomando pasos activos y prácticos para incorporar la sostenibilidad en sus operaciones y decisiones de inversión.

6.3 Impacto Económico y de Mercado del ESG en el Sector de PE español

En España, la integración de los criterios de ESG en los fondos PE ha dejado de ser una imposición externa y se ha internalizado como prácticas cotidianas. Aunque no existe un índice objetivo que mida esto, podemos ver las declaraciones de fondos más referentes en este sector. Un muestreo de las páginas web de los principales PE españoles revela que todas ellas incluyen secciones dedicadas a comentar su compromiso con el ESG..

Por ejemplo, **MCH Private Equity** ¹¹ enfatiza su compromiso con la inversión responsable: “Reconocemos la creciente importancia de la inversión responsable en el sector del capital privado y somos conscientes de nuestra responsabilidad en esta nueva realidad sostenible. Creemos firmemente que tomar decisiones de inversión responsables puede afectar positivamente nuestras inversiones y permitirnos crear valor para nuestros inversores, nuestras empresas y la sociedad en general. Es por esto que integrar los riesgos y oportunidades de ESG en cada fase de nuestro proceso de inversión es una prioridad para nosotros, al igual que adoptar un enfoque práctico para dicha integración”. MCH también apoya diversas iniciativas ESG como Level 20 y el Acuerdo de París, y sigue varios estándares de referencia que proporcionan marcos de reporte como IFRS, GRI o SASB.

Por otro lado, **Nazca Capital** ¹² afirma: "Una estrategia de sostenibilidad es el primer paso hacia una transformación rentable y sostenible. En Nazca creemos que una inversión responsable contribuye a la creación de valor, y por lo tanto incorporamos consideraciones de gobernanza ambiental, social y corporativa (ESG) en nuestra estrategia de inversión". La política de inversión responsable de Nazca y sus prácticas

¹¹ Jroman. (n.d.-b). *Responsible investment*. MCH. <https://mch.es/responsible-investment/?lang=en>

¹² *Inversión responsable (ESG) | Nazca*. (2023, July 10). Nazca. <https://www.nazca.es/en/esg/>

están alineadas con las recomendaciones de la Task Force on Climate-Related Financial Disclosures respecto a los riesgos climáticos. Además, Nazca se unió al Proyecto de Convergencia de Datos en 2022 para contribuir a la creación de un marco estable para la medición, comparabilidad y transparencia de los KPIs que satisfagan las necesidades de los inversores. Todos sus vehículos de inversión están registrados como SFDR Artículo 8 y promueven características ambientales o sociales.

ProA Capital¹³, por su parte, destaca que sus inversiones se dirigen no solo al capital financiero, sino también al humano, social, industrial, intelectual y natural. “Nuestras creencias de inversión responsable se basan en la afirmación de que la generación de valor sostenible debe estar orientada a largo plazo y así, adoptando un horizonte de inversión a largo plazo, la integración de aspectos ambientales, sociales y de gobernanza aumenta nuestro potencial de retorno. Como signatarios del Pacto Global de las Naciones Unidas, PRI y TCFD, hemos puesto todos nuestros esfuerzos en adoptar las mejores prácticas y establecer un marco riguroso para abordar la forma en que invertimos y la forma en que nuestras empresas de cartera hacen negocios. El Pacto Global de las Naciones Unidas nos permite dar ejemplo y liderar el camino, cumpliendo responsabilidades fundamentales en las áreas de derechos humanos, laborales, ambientales y anticorrupción, entre otras”.

Finalmente, **Sherpa Capital**¹⁴ expresa: "La sostenibilidad como eje multiplicador del valor. Trabajamos junto a todas y cada una de las empresas de nuestra cartera para generar un impacto positivo en las personas y el planeta. Creemos que invertir de forma responsable conduce a multiplicar el valor y estamos convencidos de que es la forma correcta de invertir. Creemos firmemente que la sostenibilidad genera valor. Esta creencia nos da la libertad para, en cada una de las inversiones, explorar palancas de creación de valor ligadas a factores ESG que tienen el potencial de transformar la empresa".

Estos ejemplos demuestran cómo los fondos de PE en España están adoptando activamente criterios ESG, no solo para cumplir con las regulaciones, sino como una estrategia fundamental para generar valor sostenible y a largo plazo.

¹³ *Sustainability – ProaCapital*. (n.d.). <https://proacapital.com/sustainability/>

¹⁴ Sherpa Capital. (2024, April 29). *Estrategias de Sostenibilidad Empresarial - Sherpa Capital*. <https://sherpacapital.es/sostenibilidad/>

7. CONCLUSIÓN

En la última década, el sector del Private Equity (PE) ha experimentado un crecimiento sin precedentes, administrando alrededor de 8500 billones de dólares y transformando empresas a lo largo de múltiples industrias. Inicialmente criticado por su enfoque en ganancias rápidas, a menudo en detrimento del impacto social y ambiental, el sector ha experimentado un cambio paradigmático hacia una integración más profunda de los criterios ESG. Este cambio, impulsado no solo por regulaciones más estrictas como la SFDR de la Unión Europea sino también por un aumento en la conciencia pública sobre temas ambientales y sociales, ha reformulado significativamente las estrategias de inversión del PE. En lugar de ver ESG como una simple respuesta a presiones externas, el sector está reconociendo cada vez más el valor intrínseco que estos criterios aportan, alineándose así con una visión de inversión más sostenible y éticamente responsable.

Desde la perspectiva de la gestión del PE, los criterios ESG han evolucionado desde una consideración secundaria a un componente esencial en la evaluación de inversiones y la gestión de riesgos. Este estudio ha demostrado que la adopción de ESG no solo es una respuesta defensiva contra riesgos potenciales sino también una estrategia proactiva para la creación de valor. A través del análisis cuantitativo y cualitativo, incluidos estudios de caso, se identifican cinco formas principales en las que ESG está generando valor tangible para las firmas de PE y sus accionistas:

1. Aumento de los Ingresos: Las firmas de PE que adoptan prácticas ESG robustas tienen la capacidad de penetrar nuevos mercados y expandir su presencia en los existentes de una forma más efectiva. La adopción de estándares ESG mejora la confianza en estas firmas, facilitando la obtención de las licencias y aprobaciones necesarias para operar en jurisdicciones reguladas y conscientes del impacto ambiental y social.
2. Reducción de Costes: Implementar prácticas sostenibles puede llevar a ahorros significativos. Por ejemplo, la optimización de recursos y la prevención de la contaminación reducen el gasto operativo, mientras que la mejora en la eficiencia energética disminuye los costos de energía.

3. Menos Regulaciones y Problemas Legales: Las empresas que destacan en ESG tienden a enfrentar menos problemas legales y regulaciones estrictas, beneficiando directamente su rentabilidad al reducir posibles sanciones y facilitar un entorno operativo más fluido.
4. Productividad de los Empleados: Un fuerte enfoque en ESG atrae y retiene talento, mejorando la satisfacción y la productividad de los empleados. Empresas reconocidas por buenas prácticas laborales disfrutan de una fuerza laboral más motivada y comprometida, lo que se traduce en mejor desempeño general.
5. Optimización de Inversiones y Activos: Al integrar criterios ESG, las firmas de PE dirigen capital hacia oportunidades más sostenibles y rentables a largo plazo. La gestión enfocada en la sostenibilidad ayuda a prevenir inversiones en activos que podrían devaluarse debido a factores ambientales adversos, asegurando un retorno más estable y atractivo sobre la inversión.

En conclusión, este estudio ha revelado que la integración de ESG en las estrategias de inversión de Private Equity es mucho más que una medida para mitigar riesgos; es una metodología que impulsa el crecimiento sostenible, mejora las operaciones y asegura un retorno robusto a largo plazo. A medida que avanzamos, es crucial que el sector del PE no solo mantenga sino que intensifique su compromiso con los criterios ESG, no solo por una cuestión de cumplimiento o imagen, sino como un pilar central de su estrategia de creación de valor.

Un desafío clave en esta integración es la dificultad para medir con precisión cómo las prácticas ESG afectan la rentabilidad a corto plazo. Dado que estos criterios han cobrado importancia recientemente, alrededor de 2020, y considerando que los fondos de Private Equity típicamente no reportan beneficios hasta cinco a siete años más tarde, es difícil establecer una correlación directa entre las prácticas ESG adoptadas y el rendimiento financiero. Esta limitación en la capacidad de medición puede dificultar la evaluación de la eficacia de las estrategias ESG a corto plazo, lo que podría permitir que la tentación de priorizar beneficios prevalezca sobre los compromisos sostenibles a largo plazo.

A pesar de estos retos, el sector está mostrando un movimiento positivo hacia una dirección adecuada. Sin embargo, queda un camino significativo por recorrer. La mejora en la medición del cumplimiento y el impacto de los criterios ESG será esencial para asegurar que el valor creado no sea solo percibido sino también sustentable y cuantificable a largo plazo. Además, una vez que se puedan medir de manera efectiva estos criterios, también será más fácil para los inversores determinar qué fondos están gestionando sus inversiones de manera responsable y alineada con sus principios.

8. BIBLIOGRAFÍA

-*Introduction to Private Equity*.

(s. f.). <https://www.gsam.com/content/gsam/us/en/individual/market-insights/gsam-insights/2022/introduction-to-private-equity.html>

-*Palancas de creación de valor en el Private Equity - FundsPeople España*. (2024, 26 febrero). FundsPeople España. <https://fundspeople.com/es/insights/palancas-de-creacion-de-valor-en-el-private-equity/>

- SpainCap. (2023). *Capital por un futuro sostenible: Informe de Actividad Venture Capital & Private Equity Activity en España 2023*.

<https://spaincap.org/storage/documents/September2023/pvPx9ZfYdVFdqQspptOY.pdf>

-*Emissions Gap Report 2023: Broken Record – Temperatures hit new highs, yet world fails to cut emissions (again)*. (2023). <https://doi.org/10.59117/20.500.11822/43922>

- *United Nations Environment Programme (2023). Emissions Gap Report 2023: Broken Record – Temperatures hit new highs, yet world fails to cut emissions (again)*.

<https://wedocs.unep.org/20.500.11822/43922>.

-Mundial, B. (2023, 18 diciembre). *2023 en nueve gráficos: El aumento de la desigualdad*. World Bank.

<https://www.bancomundial.org/es/news/feature/2023/12/18/2023-in-nine-charts-a-growing-inequality>

-*Principios de gobierno corporativo de la OCDE y del G20 2023*. (2024).

<https://doi.org/10.1787/fb38c737-es>

-*Policy Shaping and Policy Making: THE GOVERNANCE OF INCLUSIVE GROWTH*.

(s. f.). OECD. <https://www.oecd.org/governance/ministerial/the-governance-of-inclusive-growth.pdf>

-*THE ESG GLOBAL SURVEY 2021: THE PATH TO ESG: NO TURNING BACK FOR ASSET OWNERS AND MANAGERS*. (2021). BNP PARIBAS.

<https://securities.cib.bnpparibas/app/uploads/sites/3/2021/09/bnp-paribas-esg-global-survey-2021.pdf>

-Zaccone, M. C., & Pedrini, M. (2020). ESG Factor Integration into Private Equity.

Sustainability, 12(14), 5725. <https://doi.org/10.3390/su12145725>

- The Harvard Law School Forum on Corporate Governance. (2024, 13 marzo). *SEC Enforcement: 2023 Year in Review*. The Harvard Law School Forum On Corporate Governance. <https://corpgov.law.harvard.edu/2024/03/13/sec-enforcement-2023-year-in-review/>
- Tichansky, H. (2024, 14 mayo). *Risk Prediction: ESG Increased Fines and Penalties*. Aravo. <https://aravo.com/blog/2023-risk-predictions-increased-fines-and-penalties-for-esg-non-compliance-will-bite-back/>
- Joseph. (2016, 6 septiembre). *Natural Capital at Risk: The Top 100 Externalities of Business*. Capitals Coalition. <https://capitalscoalition.org/natural-capital-at-risk-the-top-100-externalities-of-business/>
- Riyanto, S., Endri, E., & Herlisha, N. (2021). Effect of work motivation and job satisfaction on employee performance: Mediating role of employee engagement. *Problems and Perspectives in Management*, 19(3), 162.
- Sachek, R. (2023, 7 agosto). *The story behind Volkswagen's infamous Dieseldieselgate scandal*. SlashGear. <https://www.slashgear.com/1357004/volkswagen-dieseldieselgate-scandal-explained/>
- Aich, S., Thakur, A., Nanda, D., Tripathy, S., & Kim, H. (2021). Factors Affecting ESG towards Impact on Investment: A Structural Approach. *Sustainability*, 13(19), 10868. <https://doi.org/10.3390/su131910868>
- Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2021). ESG and financial performance. *Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from, 1, 2015-2020*.
- Artículo 8 en fondos sostenibles: definición y características - FundsPeople España*. (2021, 21 julio). FundsPeople España. <https://fundspeople.com/es/glosario/articulo-8-en-fondos-sostenibles-definicion-y-caracteristicas/>
- Artículo 9: qué es y cuáles son las características de los fondos más verdes de todos - FundsPeople España*. (2021, 21 julio). FundsPeople España. <https://fundspeople.com/es/glosario/que-es-el-articulo-9/>

- Crespo, J. I., Crespo, J. I., & Crespo, J. I. (2008, 16 febrero). Armas de destrucción masiva. *El País*.
https://elpais.com/diario/2008/02/17/negocio/1203257664_850215.html
- Deloitte, SPAINCAP, & IESE Business School. (2023). *Premios al Capital Privado en España 2023*.
<https://spaincap.org/storage/documents/October2023/11113PfTd1HZmTMPGWRy.pdf>
- EthiFinance. (2024). *SRI study on the Spanish private equity market*.
<https://files.qivalio.net/publications/article-501/SRI%20study%20on%20the%20Spanish%20Private%20Equity-EN.pdf>
- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2508281>
- *Lunch with the FT: David Rubenstein*. (n.d.). Financial Times.
<https://www.ft.com/content/97a35d8c-90ac-11e2-a456-00144feabdc0>
- Jroman. (n.d.-b). *Responsible investment*. MCH. <https://mch.es/responsible-investment/?lang=en>
- *Inversión responsable (ESG) | Nazca*. (2023, July 10). Nazca.
<https://www.nazca.es/en/esg/>
- *Sustainability – ProaCapital*. (n.d.). <https://proacapital.com/sustainability/>
- Sherpa Capital. (2024, April 29). *Estrategias de Sostenibilidad Empresarial - Sherpa Capital*. <https://sherpacapital.es/sostenibilidad/>
- Dahlqvist, F., Green, A., Maia, P., Mangan, C., Nee, A., Quigley, D., Sanghvi, A., Schneider, R., Spivey, J., & Vickery, B. (2024). McKinsey Global Private Markets Review 2024: Private markets in a slower era. En McKinsey & Company.
<https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/mckinseys-private-markets-annual-review#>
- Statista. (2024, 7 marzo). AUM of sustainable funds worldwide 2018-2023.
<https://www.statista.com/statistics/1454495/aum-of-sustainable-funds/#:~:text=From%202018%20to%202021%2C%20the,to%203.36%20trillion%20U.S.%20dollars>

9. ANEXOS

Por la presente, yo, Sofía Mazarío Olivé, estudiante de E2- Administración y Dirección de Empresas y Business Analytics de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado " Impacto ESG en las inversiones de Private Equity ", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
2. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
3. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 3 de junio de 2024

Firma: *S.M.O*

(Sofía Mazarío Olivé)