



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Los Desafíos ESG que Confrontan los Gestores de Venture Capital – Estudio Empírico de las Principales Iniciativas ESG para VC

Autor: Jose María Losantos Oliva

Director: Raúl González Fabre

MADRID | Mayo 2023

RESUMEN

El *venture capital* (VC) ha surgido como una clase de activo clave en los mercados emergentes y desarrollados, impulsando el crecimiento económico y la innovación. A pesar de su potencial para generar empleo y proporcionar acceso a productos y servicios esenciales, la integración de criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) en la industria del VC sigue siendo un desafío. La presente investigación aborda esta brecha, explorando los principales desafíos que enfrentan los gestores de VC al incorporar criterios ESG en sus prácticas y proporcionando un marco para una efectiva gestión de riesgos y oportunidades ESG en el sector.

El estudio destaca la importancia de desarrollar herramientas y enfoques específicos para el VC, dado que los sistemas de gestión ESG establecidos para otras clases de activos no siempre son aplicables. A través de un enfoque deductivo y cualitativo, se examina la evolución y la madurez de los criterios ESG en el VC y se identifican las dificultades en la aplicación de criterios ESG en procesos clave, como la diligencia debida, la gestión del portafolio y el reporte a inversores.

La investigación se basa en fuentes secundarias, como informes de consultoras y literatura académica, así como en entrevistas personales con profesionales relevantes en la industria del VC. Se realiza un estudio empírico de las iniciativas actuales que desarrollan marcos de análisis específicos para VC, evaluando y comparando dichas iniciativas.

Los resultados del estudio revelan la necesidad de una mayor adopción y adaptación de criterios ESG en el VC y sugieren áreas de mejora y iteraciones para abordar los desafíos identificados. Se espera que esta investigación contribuya al conocimiento académico y facilite la incorporación de criterios ESG en los fondos de VC, generando un impacto positivo en la inversión sostenible y responsable en el ámbito del *venture capital*.

PALABRAS CLAVE

Capital riesgo, VC, Venture Capital, ESG, Inversión de Impacto, Inversión Responsable, Gobernanza Corporativa, Sostenibilidad

ABSTRACT

Venture capital (VC) has emerged as a key asset class in both emerging and developed markets, driving economic growth and innovation. Despite its potential to generate employment and provide access to essential products and services, the integration of environmental, social, and corporate governance (ESG) criteria in the VC industry remains a challenge. This research addresses this gap, exploring the main challenges faced by VC managers in incorporating ESG criteria into their practices and providing a framework for effective ESG risk and opportunity management in the sector.

The study highlights the importance of developing specific tools and approaches for VC, as established ESG management systems for other asset classes are not always applicable. Through a deductive and qualitative approach, the evolution and maturity of ESG criteria in VC are examined, and difficulties in applying ESG criteria in key processes, such as due diligence, portfolio management, and reporting to investors, are identified.

The research is based on secondary sources, such as consultancy reports and academic literature, as well as personal interviews with relevant professionals in the VC industry. An empirical study of current initiatives developing specific analysis frameworks for VC is conducted, evaluating and comparing these initiatives.

The study's findings reveal the need for greater adoption and adaptation of ESG criteria in VC and suggest areas for improvement and iterations to address the identified challenges. This research is expected to contribute to academic knowledge and facilitate the incorporation of ESG criteria into VC funds, generating a positive impact on sustainable and responsible investment in the venture capital space.

KEYWORDS

Venture Capital, VC, ESG, Impact Investment, Sustainability, Responsible Investing, Corporate Governance

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1	INTRODUCCIÓN.....	6
1.1	Tema de investigación y contextualización.....	6
1.2	Justificación del tema de investigación.....	6
1.3	Objetivos de investigación	7
1.4	Metodología	8
1.5	Desarrollo.....	9
2	La Industria del Venture Capital.....	11
2.1	¿Qué es el Venture Capital?	11
2.2	Los Gestores de VC y el proceso de inversión	12
2.3	El Venture Capital es un tipo de activo especial	13
3	Criterios de Sostenibilidad, Sociales y de Gobernanza (ESG).....	15
3.1	¿Qué son los ESG?	15
3.2	Evolución e historia del concepto	16
3.3	Diferencia entre ESG e inversión de impacto.....	17
3.4	Relevancia de los criterios ESG para gestores	18
4	ESG en Venture Capital.....	20
4.1	Beneficios de ESG para gestores de VC	21
4.2	Implicaciones Sociales.....	23
4.3	Implicaciones de Sostenibilidad	24
4.4	Implicaciones de Gobernanza.....	25
4.5	Desafíos ESG en VC.....	27
4.6	Situación Actual en el Venture Capital	30
5	Integración de ESG en los fondos VC.....	35
5.1	Integración en la <i>Due Dilligence</i>	36
5.2	Integración en la Gestión de la Cartera	38
5.3	Integración en el Reporting a LP's	39
6	Análisis Empírico de las Principales Iniciativas ESG en VC.....	41
6.1	Metodología y Selección de Iniciativas	41
6.2	VentureESG	43
6.3	ESG_VC:.....	45
6.4	ROSE FRAMEWORK / SOFTWARE:.....	46
6.5	Validación de Expertos	48
7	Conclusiones.....	51
7.1	Conclusiones del trabajo	51
7.2	Limitaciones de la investigación y futuras líneas de investigación:	53
8	Bibliografía:.....	56

Índice de Figuras:

Gráfico 1: Activos Bajo Gestión en Mercados Privados.....	11
Gráfico 2: ¿Tenéis Políticas ESG o de Inversión Sostenible Integradas?.....	31
Gráfico 3: Motivaciones Actuales de la Integración de ESG en VC.....	31
Gráfico 4: ¿Integráis ESG en las Sigüientes Etapas del Proceso de Inversión?.....	33
Tabla 1: Diferencias entre VC y Buyout.....	14
Tabla 2: Calificación VentureESG.....	42
Tabla 3: Calificación ESG_VC.....	44
Tabla 4: Calificación ROSE.....	46
Tabla 5: Comparación de Alternativas.....	47

Abreviaturas:

BVCA: *British Private Equity & Venture Capital Association*

ESG: *Environmental, Social & Governance*

GP: *General Partner*

IMP: *Impact Management Project*

LP: *Limited Partner*

LPA: *Limited Partner Agreement*

PRI: *Principles of Responsible Investments - United Nations*

PE: *Private Equity*

SASB: *Sustainability Accounting Standards Board*

SRI: *Socially Responsible Investing*

VC: *Venture Capital*

B2B: *Business to Business*

B2C: *Business to Consumer*

1 INTRODUCCIÓN

1.1 Tema de investigación y contextualización

La necesidad de actuar en diversos frentes medioambientales, económicos y sociales es cada vez mayor. Las amenazas incluyen el cambio climático, la pérdida de biodiversidad, la desigualdad de ingresos, el fraude y las malas condiciones de vida y de trabajo. Los gobiernos y las organizaciones no gubernamentales están realizando importantes esfuerzos para hacer frente a muchos de estos problemas, y la comunidad empresarial mundial, incluidas las grandes empresas y los gestores de activos, ha hecho de la sostenibilidad un tema central de sus estrategias y operaciones diarias. Se ha demostrado que la sostenibilidad tiene muchos beneficios, entre ellos un mayor rendimiento de las inversiones y de la cotización de las acciones, y una mejor retención de los talentos clave (KFW & BCG, 2021).

En muchos sentidos, los fondos de VC y las *startups* en las que invierten están en una posición única para ayudar en el esfuerzo por resolver este tipo de problemas. Al aportar nuevas ideas, nuevas tecnologías y modelos empresariales pueden contribuir a un cambio positivo y, al mismo tiempo, cosechar los beneficios de una mayor rentabilidad (Lenhard & Lutz, 2022). Hasta ahora, sin embargo, sus esfuerzos no han estado a la altura de las necesidades. KFW Capital y Boston Consulting Group, con el apoyo de la Asociación Alemana de *Startups*, llevaron a cabo una encuesta entre casi 200 sociedades de VC y *startups* en Europa 2021 (KFW & BCG, 2021). Los resultados indican que las sociedades de *venture capital* y las *startups* aún no han incorporado plenamente los principios y procedimientos de ESG en sus operaciones. Aunque dos tercios de los fondos de VC han integrado las cuestiones ESG en sus procesos de inversión, más del 60 % de las empresas de nueva creación afirman que sus fondos de VC nunca debaten con ellos las cuestiones ESG.

1.2 Justificación del tema de investigación

Los resultados recién mencionados ponen de manifiesto la necesidad de que los gestores de *venture capital* y las empresas en las que invierten incorporen plenamente el concepto de ESG en sus estrategias y modelos de negocio. Tradicionalmente, el *venture capital* ha estado a la vanguardia del avance tecnológico, siendo una fuerza impulsora de

innovación y generación de empleo (AltamarCAM, 2022). Sin embargo, la adopción de la inversión sostenible y ESG por parte de los fondos de VC ha sido algo gradual. ESG y el campo de la inversión sostenible en general, han cobrado un enorme impulso en los últimos años en toda la sociedad. Durante ese periodo, las consideraciones ESG por parte de gestores de *venture capital* también han avanzado de forma significativa. A pesar de esta reciente evolución, sigue habiendo una falta de consenso sobre la definición de ESG en el contexto del *venture capital*, por no hablar de su aplicación.

Es una investigación de gran importancia ya que el *venture capital* es muy distinto a los otros tipos de vehículos. Los marcos ESG actuales están desarrollados para empresas grandes, en sectores tradicionales. Actualmente, el VC carece de normas y herramientas adecuadas. Aunque las naciones unidas (con el PRI) y la SASB (*Sustainability Accounting Standards Board*) han creado excelentes herramientas para gestores de activos y *private equity*, estas no abarcan completamente el ámbito del VC, que implica empresas en constante evolución y en mercados emergentes. En este sentido, es fundamental actuar con diligencia para crear valor a largo plazo y en beneficio de todas las partes interesadas en el ámbito ESG, ya que aún estamos en los inicios de este viaje (Lenhard, 2022).

1.3 Objetivos de investigación

El objetivo principal de esta investigación es responder a la siguiente pregunta: ¿Cuáles son los principales desafíos que enfrentan los gestores de *venture capital* en la integración de criterios ESG en sus prácticas? Este estudio exploratorio busca brindar información valiosa para facilitar la incorporación completa de los criterios ESG en los fondos de VC y enriquecer el conocimiento académico en torno a la inversión ESG dentro de este ámbito.

Los objetivos secundarios de la investigación son:

- a) Analizar las dificultades en la incorporación de criterios ESG en los procesos clave de *venture capital*, como la diligencia debida, la gestión del portafolio y el reporte a los inversores.
- b) Evaluar el estado actual y la evolución de la adopción de criterios ESG en la industria del VC.

- c) Destacar la importancia de un marco de análisis específico y adaptado al VC en la integración efectiva de criterios ESG.
- d) Llevar a cabo un estudio empírico de las iniciativas actuales que desarrollan marcos de análisis específicos para VC, evaluando, comparando y clasificando dichas iniciativas.
- e) Proponer mejoras e iteraciones basadas en los hallazgos de la investigación, ofreciendo *insights* prácticos y accionables tanto para los gestores de VC como para la comunidad académica.

Al abordar estos objetivos secundarios, esta investigación pretende sentar las bases para futuras investigaciones académicas más profundas y generar un impacto en el campo de la inversión ESG en el *venture capital*.

1.4 Metodología

En este trabajo de investigación, se adopta un enfoque deductivo, partiendo de la definición de conceptos básicos y estableciendo interrelaciones y conclusiones a partir de ellos. La metodología de investigación es predominantemente cualitativa, aunque también incluye un componente cuantitativo en la evaluación de la evolución de ESG en la industria del VC y en el análisis de las iniciativas ESG específicas para VC. La investigación cualitativa en este estudio ilustra cómo el enfoque del pensamiento ESG de los gestores de VC ha cambiado desde la gestión del riesgo hacia la explotación de oportunidades. ESG se ha convertido en un componente crucial en todas las actividades del VC, desde la captación de fondos hasta la selección de inversiones.

Se han utilizado dos tipos de fuentes para la investigación: información secundaria, que incluye informes de consultoras como KFW y *Boston Consulting Group*, informes de las Naciones Unidas, artículos de prensa, literatura académica e informes de gestores de *venture capital*; y fuentes de información primaria, como entrevistas personales con profesionales relevantes en la industria dentro de *IDC Ventures*, *Enzo Ventures* y *Galdana Ventures*. Estas entrevistas, han proporcionado información valiosa sobre la industria del VC a nivel global, su evolución en temas ESG y su integración en el trabajo cotidiano.

Por último, para analizar de manera sistemática las iniciativas que desarrollan marcos de análisis ESG adaptados al *venture capital*, se seguirá un procedimiento basado en criterios específicos con ponderaciones asignadas, y se elaborará un ranking de estas iniciativas. Este enfoque permite evaluar y comparar eficazmente las diferentes iniciativas de marcos de análisis ESG adaptados al VC, asegurando la selección de la iniciativa que mejor se ajuste a las necesidades y proporcione el mayor valor en términos de impacto ESG y retorno sobre la inversión.

1.5 Desarrollo

El trabajo se divide en los siguientes capítulos:

Capítulo 2: Presentaremos el *venture capital* como una clase de activo alternativo destacando cómo su naturaleza única, en comparación con los activos convencionales, genera la necesidad de desarrollar herramientas y métodos de gestión y análisis ESG específicamente adaptados al VC.

Capítulo 3: Introduciremos los criterios ESG, su historia, definición y diferencias con la inversión de impacto. Además, se analizará la utilidad de estos criterios en el ámbito corporativo y de inversión, destacando su relevancia en la toma de decisiones.

Capítulo 4: Estableceremos la relación entre ESG y VC, analizando el estado actual de la integración de estos criterios en los fondos de VC. Se explorarán los beneficios de incorporar ESG en la gestión de estos fondos y se examinarán los principales desafíos a los que se enfrentan los gestores de VC al integrar ESG. Mediante gráficos y encuestas, se evidenciará la madurez del sector en este aspecto.

Capítulo 5: Exploraremos la integración de los criterios ESG en la práctica de los gestores de VC, centrándonos en tres áreas clave: diligencia debida, gestión del portafolio y reporte a inversores. El objetivo de este capítulo es aportar claridad a la discusión académica actual y facilitar la incorporación de ESG en las prácticas de gestores e instituciones, permitiendo que el VC avance en términos de ESG en comparación con otros activos.

Capítulo 6: Se llevará a cabo un estudio empírico de las iniciativas actuales de ESG en VC. Se realizará un ranking, se identificarán áreas de mejora y se analizarán las

herramientas necesarias para su correcta implementación. Además, se buscará formular recomendaciones para guiar a estas iniciativas, extrayendo lo mejor y lo peor de cada una para obtener la mejor combinación.

Capítulo 7: Se presentarán las principales conclusiones de la investigación y se explicarán los hallazgos más relevantes. Por último, se abordarán las limitaciones de la investigación realizada en este trabajo y se presentarán posibles líneas de investigación futuras en relación con la integración de criterios ESG en el *venture capital*.

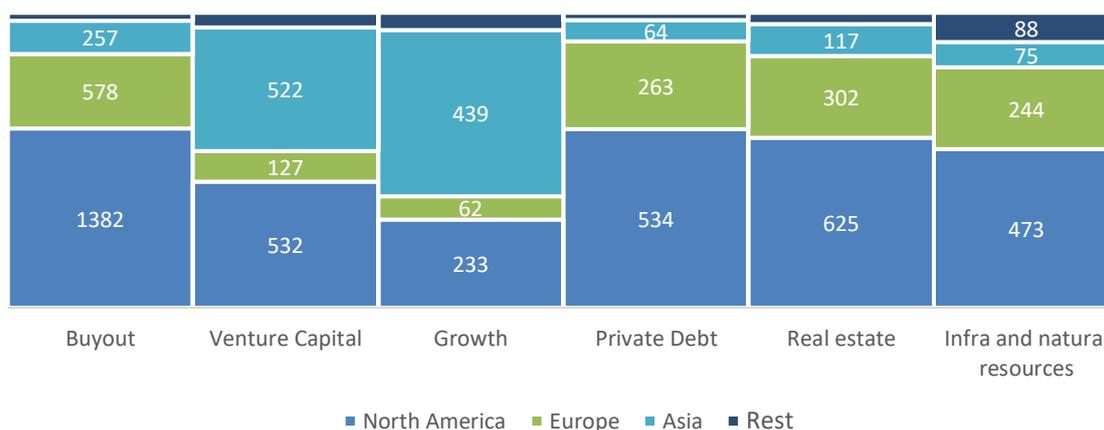
2 La Industria del Venture Capital

2.1 ¿Qué es el Venture Capital?

Gracias a su capacidad para proporcionar liquidez a empresas que de otro modo tendrían dificultades para conseguir financiación, el *venture capital* se ha erigido en un importante mediador en los mercados financieros. Las *startups* suelen ser pequeñas y nuevas, y se caracterizan por un alto grado de incertidumbre e importantes lagunas de conocimiento entre empresarios e inversores. Además, estas empresas suelen tener pocos activos físicos y compiten en sectores que evolucionan rápidamente. Estas empresas de alto riesgo y potencialmente lucrativas son financiadas por empresas de VC, que compran acciones o participaciones de las empresas mientras éstas aún son privadas. Para abordar los problemas que surgen en cada fase del proceso de inversión, el sector del VC ha creado una serie de enfoques diferentes. Además, el proceso de VC puede sufrir ocasionalmente ciertas enfermedades, creando problemas a los emprendedores (Gompers & Lerner, 2001)

El VC es una parte vital del ecosistema financiero y un importante motor para la creación de empleo y la innovación. Influye enormemente en cómo viviremos todos en el futuro. Desempeña un primer papel fundamental en la cadena de inversión: suscribiendo la próxima generación de líderes empresariales y empresas líderes en todo el mundo; financiando la innovación para avanzar en soluciones tecnológicas que puedan ayudar a resolver algunos de los mayores problemas de la sociedad. Sin embargo, las inversiones de VC tienen el potencial de ser increíblemente perturbadoras para la economía y la sociedad en general, acarreando importantes consecuencias positivas o negativas que deben evaluarse y/o mitigarse (PRI, 2022).

GRÁFICO I: Activos Bajo Gestión en Mercados Privados



Fuente: McKinsey Alternative Assets Report 2021

2.2 Los Gestores de VC y el proceso de inversión

Un fondo de *venture capital* es un fondo de inversión que se centra en proporcionar capital a empresas en etapa temprana o *startups* con potencial de crecimiento significativo. Los fondos de *venture capital* están compuestos por socios generales (GP) que gestionan el fondo y socios limitados (LP) que aportan el capital para las inversiones. La estructura y el funcionamiento de un fondo de VC pueden variar, pero en general, siguen un enfoque similar en términos de identificación de oportunidades de inversión, evaluación de riesgos y apoyo a las empresas en su crecimiento (Harrison & Mason, 2019).

El proceso de inversión en un fondo de VC generalmente comienza con la identificación y selección de oportunidades de inversión. Los GP buscan *startups* y empresas en etapa temprana que tengan modelos de negocio innovadores, potencial de crecimiento significativo y equipos fundadores sólidos. Durante esta etapa, los GP también evalúan los riesgos y oportunidades ESG asociados con las empresas potenciales, ya que las decisiones tomadas en las etapas tempranas de desarrollo pueden tener un impacto significativo en el desempeño a largo plazo de la empresa (UNPRI, 2022).

Una vez que se ha identificado una oportunidad de inversión atractiva, los GP llevan a cabo un proceso de diligencia debida para evaluar en profundidad la viabilidad del negocio, la calidad del equipo fundador y los riesgos y oportunidades ESG asociados. Este proceso puede incluir la revisión de documentos financieros y legales, la evaluación de la tecnología o la propiedad intelectual y las discusiones con los fundadores y otros inversores.

Después de la diligencia debida, si los GP deciden proceder con la inversión, se negocian y firman acuerdos legales, como hojas de términos y acuerdos de accionistas. Estos acuerdos establecen las condiciones de la inversión, incluida la participación del GP en la empresa, los derechos y responsabilidades de los inversores y los fundadores, y las disposiciones para la futura financiación y salida de la inversión.

Una vez que se ha completado la inversión, los GP suelen desempeñar un papel activo en el apoyo a las empresas en su crecimiento y desarrollo. Esto puede incluir la provisión de asesoramiento estratégico, la ayuda para la contratación de personal clave, la conexión con otros inversores y la asistencia en la recaudación de capital adicional. Los GP también pueden trabajar con las empresas para desarrollar e implementar prácticas ESG sólidas y

sostenibles, lo que puede tener un impacto positivo en el desempeño financiero y no financiero a largo plazo de la empresa.

Finalmente, cuando las empresas en las que invierten los fondos de *venture capital* tienen éxito, pueden ser vendidas a compradores corporativos estratégicos, otras empresas de VC o salir al mercado público a través de ofertas públicas iniciales (OPI) y otros mecanismos. La forma en que se gestionan las empresas en etapa temprana afecta a los compradores e inversores posteriores en la cadena de inversión (Gompers & Lerner, 2001). Por lo tanto, los GP de VC tienen la responsabilidad de ayudar a establecer una cultura, valores y comportamientos positivos en las empresas en etapa temprana antes de que se consoliden y sean más difíciles de cambiar a medida que las empresas crecen.

A lo largo de la vida de un fondo de *venture capital*, los GP monitorean y gestionan su cartera de inversiones, proporcionando apoyo continuo a las empresas y buscando oportunidades para realizar desinversiones rentables. Estas desinversiones pueden tomar la forma de adquisiciones, fusiones, OPI u otras transacciones que permitan a los GP y LP obtener un retorno de su inversión (Harrison & Mason, 2019).

En resumen, los fondos de *venture capital* desempeñan un papel fundamental en el ecosistema empresarial al proporcionar capital y apoyo a empresas en etapa temprana con potencial de crecimiento significativo. Dada la naturaleza única de este tipo de inversiones y la importancia de abordar las consideraciones ESG desde las primeras etapas de desarrollo, es esencial que los GP de VC utilicen herramientas y marcos de análisis ESG específicamente adaptados a sus necesidades. Al hacerlo, pueden ayudar a fomentar un crecimiento sostenible y responsable en las empresas en las que invierten y, en última instancia, generar un impacto positivo tanto para los inversores como para la sociedad en general.

2.3 El Venture Capital es un tipo de activo especial

El proceso de inversión en VC varía en varios aspectos del proceso de capital-crecimiento o *buyout*, según se destaca en la Tabla 1. La dinámica de poder entre los gestores de fondos (GP) y los inversores (LP) suele inclinarse a favor de los GP en el VC, mientras que los fundadores de las empresas participadas tienen una mayor influencia. Es importante comprender estas diferencias para entender por qué la integración de

cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) puede presentar un desafío para los gestores de VC (UNPRI, 2022). Estos temas se analizarán con detalle más adelante en el documento.

La Tabla 1 presenta las principales diferencias entre el VC y la clase de activo más relacionada, el *buyout*.

Tabla 1: Diferencias entre VC y Buyout

Característica	Venture Capital	Buyout
Tamaño del fondo	<US\$50m a US\$1bn+	<US\$500m a US\$25bn+
Inversiones por fondo	10-40+	10-20
% de participación y grado de influencia	Varía, generalmente entre el 1% y el 20%. A menudo puede diluirse debido a la participación de múltiples GP durante varias rondas de financiación. A menudo con puestos en el Consejo de Administración	A menudo controlan inversiones >50% del capital
Recursos Internos	Depende del tamaño del fondo, pero generalmente menos que en <i>buyout</i>	Depende del tamaño del fondo
Tamaño de las participadas	Pequeñas	<i>Mid cap a Large cap</i>
Grado de Due Dilligence	De poco a moderado	Alto
Apalancamiento Financiero	Generalmente poco	Alto
Sectores	Tecnología, Biotecnología	Tecnología, Industria, Sanidad, Consumo, Servicios Financieros, Energía
Modelos de negocio de las participadas	Producto y/o equipo disruptivo, a menudo antes de obtener beneficios	Flujo de caja positivo, empresas maduras
Origen de las oportunidades	Redes orgánicas de gestores de VC	Bancos de inversión, otras empresas de adquisiciones, redes de gestores

Fuente: Elaboración propia a partir del informe de las Naciones Unidas PRI 2022

Teniendo en cuenta estas diferencias, es fundamental que los gestores de *venture capital* utilicen herramientas y marcos de análisis ESG específicamente adaptados a las características únicas de este tipo de activo. Esto puede incluir la adaptación de cuestionarios ESG pre-inversión, la implementación de sistemas de seguimiento de impacto diseñados para *startups* en etapas tempranas y la colaboración con otros inversores en el ecosistema de *venture capital* para compartir conocimientos y mejores prácticas en la integración de ESG.

3 Criterios de Sostenibilidad, Sociales y de Gobernanza (ESG)

3.1 ¿Qué son los ESG?

La inversión ESG es un enfoque estratégico en la gestión de activos que va más allá de las métricas financieras tradicionales. Los inversores ESG incorporan de manera explícita y sistemática factores ambientales, sociales y de gobernanza en sus decisiones de inversión. Esta metodología se enfoca en la rentabilidad a largo plazo de una cartera de inversión, considerando que la incorporación de estos factores puede generar un impacto significativo en el rendimiento financiero de las empresas y, por ende, en el rendimiento de la inversión.

La inversión ESG reconoce que los negocios operan en un entorno más amplio, donde interactúan con el medio ambiente, la sociedad y diversas entidades de gobierno. Los inversores ESG creen que, al identificar, evaluar y gestionar de manera correcta estos riesgos y oportunidades, pueden lograr una rentabilidad competitiva y contribuir a un impacto positivo en el mundo (CFA, 2021).

Los factores medioambientales, conocidos como "E", analizan cómo una empresa interactúa con el medio ambiente. Esto puede incluir la gestión de recursos naturales, la mitigación del cambio climático, el tratamiento de desechos y la preservación de la biodiversidad. Al evaluar estos factores, los inversores pueden determinar cómo las prácticas de una empresa afectan al medio ambiente y cuál es el riesgo asociado a su huella ambiental.

Los factores sociales, o "S", consideran las relaciones y el impacto de una empresa en la sociedad. Esto incluye las prácticas laborales, la gestión de los derechos humanos, las condiciones de trabajo, la salud y seguridad, las relaciones con la comunidad local y la satisfacción del cliente. Estos factores pueden influir en la reputación de una empresa y en su capacidad para atraer y retener talento y clientes.

Los factores de gobernanza, o "G", se refieren a la estructura y las prácticas de gobernanza de una empresa. Esto puede incluir la composición y diversidad del consejo de administración, la remuneración de los ejecutivos, los derechos de los accionistas, las prácticas de auditoría y el nivel de transparencia en la comunicación financiera. Los factores de gobernanza pueden ofrecer una visión sobre la cultura corporativa y la ética de

una empresa, así como sobre su capacidad para gestionar los riesgos y adaptarse al cambio.

Es importante mencionar que estos factores no están aislados entre sí, sino que se interrelacionan y pueden tener un impacto conjunto en el rendimiento y la sostenibilidad de una empresa a largo plazo. En los capítulos posteriores (especialmente en el capítulo 4), abordaremos en detalle cómo estos factores ESG se aplican en el contexto de las inversiones de *venture capital*.

3.2 Evolución e historia del concepto

Uno de los primeros fondos de inversión basados en tradiciones religiosas fue el Pioneer Fund, que se lanzó en 1928. La institucionalización moderna de las exclusiones éticas comenzó posiblemente durante la guerra de Vietnam, en 1971, con la creación del Pax World Fund (ahora IMPAX Asset Management). En aquel momento, el fondo ofrecía una opción de inversión alternativa para quienes se oponían a la producción de armas nucleares y militares.

En 1983, en respuesta a la creciente preocupación por el agotamiento de la capa de ozono, el calentamiento global y otros problemas medioambientales asociados al aumento del nivel de vida de la población mundial, la Asamblea General de las Naciones Unidas (ONU) convocó la Comisión Mundial sobre Medio Ambiente y Desarrollo (CMMAD), un grupo internacional de expertos en medio ambiente, políticos y funcionarios. En 1987, la Comisión publicó el Informe Brundtland, titulado *Nuestro Futuro Común*, que introducía el concepto de desarrollo sostenible y describía cómo podía alcanzarse.

A principios de la década de 2000, surgió un renovado interés y deseo de una definición más concreta de la SRI (*socially responsible investing*), además de los factores financieros, sociales y medioambientales. El fraude generalizado de Enron y otras empresas dio lugar a un mayor énfasis en la importancia del buen gobierno corporativo y a una regulación específica como la Ley Sarbanes-Oxley de 2002 de EE.UU.

La forma moderna de inversión ESG comenzó con una carta y una llamada a la acción. En enero de 2004, el secretario general de la ONU, Kofi Annan, escribió a los directores generales de importantes instituciones financieras para que participaran en una iniciativa, bajo la autoridad del Pacto Mundial de la ONU y con el apoyo de la Corporación

Financiera Internacional (CFI), para integrar los ESG en los mercados de capitales. Al mismo tiempo, la Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP FI) elaboró el llamado Informe Freshfields, que demostró que las cuestiones ESG son relevantes para la valoración financiera y, por tanto, para el deber fiduciario. Estos dos informes constituyeron la espina dorsal del lanzamiento de los Principios de Inversión Responsable (PRI) en la Bolsa de Nueva York en 2006 y del lanzamiento de la Iniciativa de Bolsa Sostenible (SSEI) al año siguiente.

La crisis financiera mundial de 2008 y la pandemia de COVID-19 de 2020 y 2021 proporcionaron otro duro recordatorio de la interdependencia entre las sociedades, la naturaleza, las economías y los mercados financieros.

La evolución clave entre la SRI primitiva y la moderna ha sido el aumento del activismo de los accionistas, la generalización los factores medioambientales y la introducción de la inversión de selección positiva, que busca maximizar el rendimiento financiero dentro de una estrategia de inversión socialmente alineada. De este modo, la SRI amalgama en última instancia los factores ESG en el marco tradicional de inversión centrado únicamente en el beneficio y la rentabilidad ajustada al riesgo (Meles, 2021).

3.3 Diferencia entre ESG e inversión de impacto

Muchos inversores y comentaristas se sienten confundidos por el solapamiento entre ESG e inversión de impacto. La inversión de impacto se refiere a las inversiones realizadas con la intención de generar un impacto social y medioambiental positivo y medible junto con un rendimiento financiero (GIIN, 2021). Como resultado, la inversión de impacto es una estrategia de inversión (frecuentemente de inversión temática, por ejemplo, en tecnología verde o limpia) en lugar de un conjunto de principios. Se basa en el supuesto de que los inversores pueden obtener beneficios financieros al tiempo que abordan los retos sociales y medioambientales, el denominado enfoque de doble o triple rentabilidad (Follér, 2022).

Por otro lado, ESG representa un conjunto de criterios que los inversores utilizan para evaluar cómo las empresas gestionan asuntos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo. Estos factores pueden influir en la capacidad de una empresa para generar rendimientos a largo plazo y gestionar riesgos (Eccles & Strohle, 2018). ESG se enfoca

en medir y evaluar la responsabilidad y sostenibilidad de las empresas, y puede aplicarse a una amplia gama de inversiones y sectores.

La inversión de impacto está relacionada con ESG en la medida en que se basa en ella y trata de ir más allá. Por ejemplo, la inversión de impacto utilizará las evaluaciones ESG como una herramienta de "selección positiva", es decir, permitiendo a los inversores centrarse activamente en empresas de nueva creación con resultados especialmente buenos en criterios ESG y buscar activamente la oportunidad de creación de valor positivo no pecuniario (Botsari & Lang, 2020).

En resumen, aunque ambas estrategias comparten el objetivo de promover la sostenibilidad y la responsabilidad en las inversiones, difieren en términos de enfoque y alcance. La inversión de impacto se centra en generar un cambio social y medioambiental medible y positivo, mientras que ESG se enfoca en evaluar y medir el desempeño de las empresas en aspectos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo. De este modo, la inversión de impacto podría considerarse como un enfoque más específico y activo en comparación con la evaluación ESG, que es más amplia y puede aplicarse a una variedad de inversiones y sectores (Friede & al., 2015).

3.4 Relevancia de los criterios ESG para gestores

En 2021 se alcanzó un nuevo hito al invertirse más de 50.000 millones de dólares en fondos de inversión y ETF sostenibles. Es más, tan solo en Estados Unidos, alrededor de 17,1 billones de dólares fueron invertidos por fondos de inversión con consideraciones ESG en 2020, representando un aumento de 2,5x frente a 2014. (GSIA, 2021). Esta evolución coincide con la reciente orden ejecutiva de la administración Biden para modificar la normativa que restringía las inversiones en cuentas de jubilación centradas en consideraciones ESG. Los gestores de patrimonio de todo el país están de acuerdo en que hacer hincapié en las inversiones ESG puede mejorar la sostenibilidad y proporcionar rendimientos constantes a largo plazo (Botsari & Lang, 2020).

Cada vez son más los estudios que demuestran la existencia de una correlación positiva entre los criterios ESG y los resultados financieros. Hay pruebas claras de que el rendimiento financiero de las empresas en fase avanzada se beneficia de una buena gestión

ESG, y de las repercusiones materiales que las cuestiones ESG tienen en la rentabilidad y las valoraciones de las empresas. Entre los estudios recientes cabe citar los siguientes:

- Harvard Business School: un estudio reveló que las empresas que invierten y obtienen buenos resultados en cuestiones de sostenibilidad alcanzan rendimientos financieros superiores a los de empresas que ignoran estas cuestiones (Clark & al, 2015).
- Universidad de Oxford: una revisión de 200 estudios académicos demostró que el 80% de las empresas correlaciona positivamente los resultados financieros con las buenas prácticas de sostenibilidad y el 90% concluyó que unas buenas normas de sostenibilidad reducen el coste del capital (Khan & al, 2016).
- Deutsche Asset Management: Un metaestudio basado en más de 2.000 artículos sobre los vínculos entre ESG y rendimiento financiero demostró una fuerte correlación positiva entre las estrategias ESG y el rendimiento financiero. El estudio también descubrió que las empresas que operan en mercados emergentes tenían las correlaciones positivas más fuertes.
- Blackrock Investment Institute: Una comparación de los índices tradicionales con los derivados de MSCI centrados en ESG de cada índice demostró que los rendimientos totales anualizados desde 2012 igualaron o superaron el índice estándar, con el rendimiento superior más significativo demostrado en los mercados emergentes (Blackrock, 2019)

4 ESG en Venture Capital

En su reciente libro *Impact*, Ronald Cohen profetiza que, en el futuro, el pastel de los activos financieros se dividirá en dos tipos de inversiones: el 10% de los activos financieros se dedicará a la inversión de impacto y el 90% restante tendrá en cuenta los principios ESG en sus decisiones de inversión. Los principios ESG han ido ganando importancia en la comunidad financiera en general, y más recientemente también en el sector del VC (Cohen, 2021).

Según una encuesta reciente del Fondo Europeo de Inversiones, el 70 % de las sociedades de *venture capital* utilizan los principios ESG en el proceso de toma de decisiones de inversión (Botsari & Lang, 2020). La encuesta PRI/VentureESG4 en 2021 reveló que es sobre todo la iniciativa de los propios fondos la que está impulsando ESG en el sector, acelerada por la creciente presión reguladora, especialmente en Europa (Lenhard & Lutz, 2022). Los propios profesionales y los comentaristas periodísticos hablan de inversión sostenible, inversión ética, finanzas responsables y, de hecho, ESG e impacto, a menudo indistintamente. Concretamente, en el caso de VC, hay una falta general de definición, norma o metodología universalmente aceptada para ESG. Incluso cuando las agencias de calificación ESG han institucionalizado la "medición ESG", llegan a calificaciones muy diferentes, socavando así la credibilidad de las evaluaciones ESG y abriendo la puerta al lavado ESG.

Para el VC, un segundo problema viene de la clase de activos: las definiciones y los alcances existentes de ESG se han elaborado para adaptarse a los inversores institucionales y del mercado público (Lenhard & Lutz, 2022). Los inversores en fase inicial de empresas tecnológicas se enfrentan a modelos de negocio diferentes, en rápida evolución y a menudo novedosos. Las definiciones y los marcos que funcionan para las empresas cotizadas no son adecuados para el VC. Por lo tanto, el objetivo es elaborar una definición práctica de ESG para el *venture capital* y evaluar las existentes iniciativas que desarrollan *frameworks* para este, para proporcionar un punto de partida sólido para avanzar en la conversación y, finalmente, en la práctica de ESG.

El sector del VC debe mejorar sus prácticas en materia de diversidad, equidad e inclusión, tanto a nivel de los GP como de las empresas participadas. El sector adolece de una pronunciada falta de diversidad y, sobre todo en Silicon Valley, de un pobre historial de incidentes de acoso sexual. Aunque muchas empresas están adoptando activamente

medidas para abordar estas cuestiones, y también han surgido iniciativas en todo el sector, es necesario seguir avanzando.

4.1 Beneficios de ESG para gestores de VC

Rendimiento financiero: Como notamos en el capítulo 3.4, cada vez son más los estudios académicos y de inversión que sugieren que las cuestiones ESG tienen un impacto material en el rendimiento financiero de las empresas. El meta-estudio realizado por Deutsche Asset Management identificó una fuerte correlación positiva entre las estrategias ESG y el rendimiento financiero, con las correlaciones positivas más fuertes identificadas para las empresas que operan en los mercados en desarrollo (Friede & al., 2015). La investigación sobre el impacto de los factores ESG en el VC es más limitada. Sin embargo, es posible que se produzca una tendencia similar por las razones que se enumeran a continuación, entre otras.

Fundraising: los socios comanditarios, incluidas las instituciones financieras de desarrollo (IFD), los inversores de impacto y otros inversores responsables, esperan cada vez más que los fondos de VC demuestren un enfoque significativo de la inversión responsable. Un enfoque sólido en materia de ESG puede ser un elemento diferenciador para los fondos de *venture capital*, ya que contribuye a su captación de fondos y les ayuda a destacar en un mercado saturado. Los LP esperan cada vez más que los fondos incorporen las cuestiones ESG a sus procesos de inversión. Esto ya está teniendo un impacto pronunciado en el sector del VC y la misma tendencia es cada vez más relevante para el VC de los mercados emergentes (GIIN, 2021). Las IFD han impulsado en parte esta tendencia. Sin embargo, la inversión de impacto ha crecido rápidamente hasta alcanzar los 502.000 millones de dólares de activos bajo gestión a finales de 2018 (GIIN, 2019) y es probable que acelere esta tendencia. Los estudios de casos ESG positivos de las empresas en cartera también pueden ayudar a construir la marca de una empresa de VC como inversor responsable, al tiempo que demuestran el "valor añadido" logrado con las empresas participadas. Para las IFD e inversores responsables, la integración ESG también puede ayudar a facilitar las oportunidades de coinversión (CDC & FMO, 2020).

Salidas: Los resultados ESG de una empresa pueden ser un factor importante a la hora de obtener capital de seguimiento o de salir hacia fondos de VC más grandes, inversores estratégicos, empresas multinacionales o lanzar una oferta pública inicial. De hecho, los

requisitos de información sobre ESG están aumentando en las bolsas de todo el mundo (CDC & FMO, 2020).

Expectativas de los consumidores: Las decisiones de compra de los clientes, en particular de la generación de *millennials*, están cada vez más influidas por los valores ESG (Meles, 2021). Las empresas que integren criterios ESG pueden posicionarse mejor en el mercado y atraer a un público más consciente y exigente.

Productividad laboral: Atraer y retener a trabajadores cualificados suele ser crucial para el éxito de las empresas tecnológicas en los mercados emergentes. Un compromiso sólido con los principios ESG puede mejorar la motivación y el compromiso de los empleados, lo que a su vez puede aumentar la productividad y la innovación (Meles, 2021). Además, las empresas con una buena reputación en cuanto a prácticas ESG pueden atraer a los mejores talentos del mercado, especialmente entre las generaciones más jóvenes que valoran un enfoque ético y sostenible en el lugar de trabajo.

Riesgo reputacional: Una buena reputación es fundamental para el éxito de muchas empresas tecnológicas. Las empresas son especialmente vulnerables a los impactos negativos sobre su reputación durante las primeras etapas de crecimiento, dada la influencia significativa que pueden tener en los esfuerzos de recaudación de fondos y el crecimiento de clientes. Adoptar prácticas ESG puede ayudar a reducir estos riesgos y fortalecer la imagen de la empresa ante los inversores y el público en general (CDC & FMO, 2020).

Acceso al mercado: Es especialmente probable que las empresas tecnológicas busquen o hayan establecido mercados globales. Por lo tanto, la aplicación de normas ESG adecuadas facilitará el mayor acceso al mercado, ya que estas empresas cumplen con los estándares y expectativas de los mercados internacionales y, al mismo tiempo, pueden forjar alianzas estratégicas con otras organizaciones que también se adhieren a prácticas sostenibles y responsables (Alakent & al., 2020).

Entorno regulatorio: Las empresas respaldadas por VC a menudo utilizan tecnologías o modelos de negocio disruptivos que no están regulados eficazmente por los marcos jurídicos existentes. Una cuidadosa gestión ESG puede ayudar a las empresas a prepararse para el futuro contra las intervenciones de los reguladores que negativamente a su negocio (Alakent & al., 2020). Al anticiparse a posibles cambios regulatorios y mantenerse en

sintonía con las expectativas sociales y medioambientales, las empresas pueden estar mejor posicionadas para enfrentar desafíos regulatorios y, en última instancia, proteger y mejorar su rentabilidad.

En resumen, la integración de criterios ESG en fondos de VC aporta numerosos beneficios, desde mejorar el rendimiento financiero hasta gestionar de manera efectiva los riesgos reputacionales y regulatorios. Además, puede contribuir a la captación de fondos, aumentar la productividad laboral y facilitar el acceso a nuevos mercados. Estos beneficios pueden ser especialmente importantes para las empresas emergentes en la etapa de crecimiento y para los fondos de VC que buscan diferenciarse en un mercado altamente competitivo.

4.2 Implicaciones Sociales

Las implicaciones sociales dentro del marco ESG son aspectos fundamentales a tener en cuenta por los gestores de VC en sus inversiones. A menudo, las empresas emergentes y las tecnologías disruptivas que atraen a estos inversores pueden enfrentar diversos desafíos sociales. Entre estos desafíos se encuentran:

Violaciones de la privacidad: Por ejemplo, el uso inadecuado de tecnologías de reconocimiento facial, la recopilación y comercialización de datos por parte de empresas de redes sociales.

Prejuicios y discriminación: Como el sesgo en los algoritmos y sistemas de inteligencia artificial que pueden perpetuar la discriminación en áreas como contratación, servicios financieros y publicidad (Alakent & al., 2020).

Desigualdad de ingresos y polarización salarial: Esto puede suceder a través de la adopción de inteligencia artificial, la automatización y modelos de negocio que no reconocen a los trabajadores como empleados (especialmente en la economía gig, clasifican a los trabajadores como contratistas independientes en lugar de empleados), lo que puede aumentar la brecha salarial y económica (Alakent & al., 2020). Los trabajadores desplazados por la IA o automatización pueden encontrar difícil conseguir nuevos empleos que paguen salarios similares, lo que puede aumentar la desigualdad de ingresos.

Un estudio reciente de Amnistía Internacional, *Risky Business: How Leading Venture Capital Firms Ignore Human Rights When Investing in Technology*, señaló que las principales empresas de VC del mundo no cumplen con sus responsabilidades de diligencia debida en materia de derechos humanos (Amnesty International, 2021). Esta falta de atención a los riesgos sociales puede resultar en inversiones en empresas con productos o servicios que generen efectos negativos en los derechos humanos.

Además, también pueden financiar tecnologías o modelos de negocio innovadores que, en el futuro, podrían tener consecuencias perjudiciales para los derechos humanos (UNPRI, 2022). Algunos ejemplos de éxito en el ámbito del VC, como Facebook y Uber, siguen siendo motivo de preocupación en cuanto a sus prácticas sociales.

Por lo tanto, es esencial que los gestores de VC presten atención a las implicaciones sociales de sus inversiones y realicen una diligencia debida en materia de derechos humanos para minimizar los riesgos y garantizar un enfoque responsable y sostenible en sus decisiones de inversión (UN, 2011).

4.3 Implicaciones de Sostenibilidad

La importancia de las implicaciones medioambientales en el ámbito del VC no debe ser subestimada, ya que las empresas y sectores en los que invierten pueden tener un impacto significativo en el medio ambiente y enfrentar riesgos y oportunidades relacionados con la sostenibilidad. En este contexto, es esencial analizar cómo las empresas tecnológicas respaldadas por VC pueden contribuir a las emisiones de gases de efecto invernadero y cómo esto podría afectar sus estrategias de inversión.

Según estudios, el sector tecnológico es responsable de entre el 1,8% y el 2,8% de las emisiones globales de gases de efecto invernadero, con proyecciones que indican que podría llegar hasta un 3,9% (Andrae, 2020). A pesar de estos datos, muchos gestores de VC, en particular los de Estados Unidos, no ven a las empresas y sectores en los que invierten como grandes emisores de gases de efecto invernadero. Como resultado, a menudo no consideran que los riesgos y oportunidades medioambientales sean relevantes para sus estrategias de inversión.

No obstante, el riesgo climático puede ser significativo en ciertos casos. Por ejemplo, las criptomonedas y la tecnología *blockchain* que las sustenta han atraído importantes inversiones de VC, pero también consumen tanta energía como algunos países europeos de tamaño medio (Bocken, 2015). Aunque parte de esta energía proviene de fuentes renovables, el impacto medioambiental sigue siendo considerable.

Además, las empresas tecnológicas podrían enfrentar un mayor escrutinio a medida que los inversores se den cuenta de que los datos, productos y servicios que proporcionan no están exentos de costes medioambientales (Alakent & al., 2020).

Para enfrentar estos desafíos, los gestores de VC deben integrar los riesgos y oportunidades medioambientales en sus estrategias de inversión, lo que les permitirá tomar decisiones de inversión más sostenibles y responsables. Considerar el impacto medioambiental de las empresas tecnológicas es fundamental para garantizar la viabilidad a largo plazo de las inversiones y el cumplimiento de las expectativas de los inversores y la sociedad en general (Bocken, 2015).

4.4 Implicaciones de Gobernanza

La gobernanza es un aspecto crucial en el ámbito del VC, que abarca temas como diversidad, equidad e inclusión y afecta a los gestores de fondos, inversionistas y empresas en fase inicial (PRI, 2022). El sector tecnológico, en particular, ha sido objeto de un creciente escrutinio debido a su falta de diversidad, especialmente en Estados Unidos. Este problema, a menudo denominado "cultura fraternal", ha prevalecido en la industria sin ser debidamente abordado.

En 2021, las mujeres solo representaban el 16% de los profesionales de alto nivel en las inversiones de VC en EE. UU., y los empleados afroamericanos solo representaban el 4% de toda la fuerza laboral (Deloitte, 2021). Además, hasta el 40% de los tomadores de decisiones de inversión en VC habían estudiado en solo dos universidades: Stanford y Harvard. Dado que la mayoría de las inversiones se realizan a través de redes de VC, esta falta de diversidad tiene consecuencias importantes, como perpetuar la falta de diversidad en la financiación de fundadores, aumentar el riesgo de perder oportunidades de inversión valiosas y fomentar la toma de decisiones deficientes debido al pensamiento grupal.

Algunos gestores de VC están tomando medidas para abordar estos problemas y reducir la desigualdad racial y de género a través de sus inversiones. Por ejemplo, Harlem Capital en EE. UU. tiene como objetivo invertir en 1.000 emprendedores diversos en los próximos 20 años, mientras que Impact X en el Reino Unido invierte en emprendedores infrarrepresentados en toda Europa. También se están desarrollando iniciativas para hacer que el sector del VC sea más inclusivo (lo veremos en detalle en el próximo capítulo).

La buena gobernanza también es un aspecto a menudo pasado por alto en el VC, como lo demuestran los fracasos notorios en la gobernanza de empresas respaldadas por VC como Uber, WeWork, Deliveroo y Theranos. Una gobernanza deficiente puede aumentar la probabilidad de que los riesgos sociales y medioambientales sean mal gestionados. Algunos gestores de VC creen que ser favorables a los fundadores y tener pocas expectativas de gobernanza les da una ventaja en un entorno competitivo, lo que permite a los empresarios dirigir sus negocios con poca influencia por parte de los gestores de fondos.

En general, hay una falta de directores independientes en las juntas directivas, con investigaciones que indican que las empresas en fase inicial tienen en promedio solo 0,8 miembros independientes en sus juntas directivas (Harvard Business Review, 2018). A nivel sistémico, el fracaso en la gobernanza tecnológica representa un riesgo a mediano plazo, como lo menciona el 50% de los encuestados en el Informe sobre Riesgos Mundiales 2021 del Foro Económico Mundial (FEM).

La gobernanza tecnológica, según la OCDE, implica ejercer autoridad política, económica y administrativa en el desarrollo, difusión y funcionamiento de la tecnología en la sociedad, a través de las actividades de gobiernos, empresas, organizaciones de la sociedad civil y comunidades de práctica. Los riesgos asociados con una mala gobernanza de la tecnología incluyen problemas de privacidad, responsabilidad, discrepancias normativas transfronterizas y el potencial de uso indebido por parte de actores malintencionados (FEM, 2021).

Un ejemplo de gobernanza problemática en el ámbito del VC es la estructura de doble clase de acciones presente en algunas empresas en fase inicial. Esta estructura otorga a los fundadores derechos de voto superiores a los de otros inversores, lo que crea una discrepancia entre los derechos de voto de los fundadores y los de los demás inversores.

Esto puede conducir a una toma de decisiones menos transparente y menos democrática, y en última instancia, a una mala gestión de la empresa (Deloitte, 2021).

Para abordar estos problemas de gobernanza en el sector del VC, es fundamental que los gestores de fondos e inversores adopten enfoques más responsables y centrados en la ética. Esto incluye aumentar la diversidad en las juntas directivas y en la toma de decisiones de inversión, fomentar la inclusión y la equidad en la financiación de fundadores, y adoptar prácticas de gobernanza sólidas que tengan en cuenta los riesgos sociales y medioambientales.

La gobernanza en el VC es un área crucial que debe ser abordada con seriedad y responsabilidad. Los riesgos asociados con una mala gobernanza pueden tener consecuencias a largo plazo en términos de diversidad, equidad e inclusión, así como en la gestión de riesgos sociales y medioambientales. Es fundamental que los gestores de fondos, inversores y empresas en fase inicial tomen medidas para mejorar la gobernanza y garantizar un enfoque más ético y responsable en sus inversiones.

4.5 Desafíos ESG en VC

En el ámbito del capital de riesgo, la integración de criterios ESG representa un conjunto de desafíos clave para los gestores de fondos. La adopción de prácticas ESG en este sector es crucial para impulsar un cambio positivo y sostenible en el ecosistema empresarial. No obstante, la falta de estandarización y la diversidad en la medición y presentación de informes ESG genera dificultades en la toma de decisiones y la comparación de empresas (Botsari & Lang, 2020). A continuación, se describen con más detalle los principales desafíos en la integración de ESG en el capital de riesgo:

1. **Falta de datos y transparencia:** La obtención de información precisa y actualizada sobre prácticas ESG en empresas en etapas tempranas es un desafío importante, ya que estas empresas a menudo no están obligadas a divulgar información pública. Además, pueden carecer de recursos para rastrear y reportar métricas ESG de manera efectiva. Los gestores de VC deben invertir tiempo y recursos para obtener información confiable y comparar diferentes oportunidades de inversión. En algunos casos, pueden colaborar con empresas especializadas en análisis ESG para obtener información más precisa y actualizada (UNPRI, 2022).

2. Dificultad para medir el impacto ESG: La medición del impacto ambiental y social de una inversión implica múltiples factores y metodologías. La falta de métricas estandarizadas y de consenso sobre cómo medir el impacto ESG limita la capacidad de los gestores de capital de riesgo para tomar decisiones informadas. Además, los impactos ESG pueden ser difíciles de cuantificar, especialmente en empresas en etapas tempranas que todavía no han generado ingresos o beneficios significativos. Establecer metodologías de medición consistentes y comparables es esencial para evaluar y monitorear el desempeño ESG a lo largo del tiempo (UNPRI, 2022).
3. Inconsistencia en la definición y reporte de ESG: La diversidad de enfoques y métodos utilizados para medir y reportar prácticas ESG dificulta la comparabilidad entre empresas y puede generar confusión en la toma de decisiones. Sin un marco unificado y estandarizado, los gestores de capital de riesgo pueden enfrentarse a una "jungla de mediciones e informes" que obstaculiza la comunicación clara y la toma de decisiones efectiva. La adopción de un marco estandarizado podría facilitar la comparación y la evaluación del desempeño ESG en el sector del capital de riesgo (Lenhard & Lutz, 2022).
4. Desafíos para asegurar la implementación efectiva de prácticas ESG: La identificación de oportunidades de inversión con buenas prácticas ESG no garantiza su efectiva implementación en la empresa. Los gestores de capital de riesgo deben estar comprometidos y ser proactivos en el seguimiento y apoyo a las empresas en la adopción de medidas ESG. Esto puede incluir la asignación de recursos específicos para monitorear el progreso ESG, la capacitación de los empleados y la implementación de políticas y procedimientos para garantizar la efectividad de las prácticas ESG. Los gestores también pueden enfrentar desafíos para mantener el enfoque en ESG a medida que las empresas crecen y evolucionan, y pueden necesitar ajustar las prácticas ESG a lo largo del tiempo (Lenhard & Lutz, 2022).
5. *Trade-offs* financieros: La búsqueda de un equilibrio entre los objetivos financieros y los objetivos ESG puede generar dilemas éticos y decisiones difíciles. Los gestores de capital de riesgo deben sopesar cuidadosamente los *trade-offs* y encontrar un equilibrio adecuado entre la rentabilidad financiera y la responsabilidad social y ambiental. Esto puede implicar considerar inversiones en empresas que tienen un impacto ESG positivo, pero con un perfil de rentabilidad potencialmente más bajo. También puede

requerir la identificación de oportunidades donde la inversión en mejoras ESG pueda generar beneficios financieros a largo plazo, como la reducción de riesgos regulatorios o la mejora de la reputación y la lealtad del cliente (Friede et al., 2015).

6. Integración de ESG en la cultura corporativa: Asegurar que las empresas en las que se invierte adopten una cultura corporativa que valora y promueve prácticas ESG es otro desafío importante. Los gestores de capital de riesgo deben trabajar estrechamente con las empresas para desarrollar políticas y prácticas que alineen a los empleados, la dirección y los accionistas en torno a los objetivos ESG. Esto puede incluir la promoción de la diversidad e inclusión en el lugar de trabajo, la implementación de prácticas laborales justas y éticas, y la promoción de la sostenibilidad ambiental en todas las áreas del negocio (Botsari & Lang, 2020).

7. Mantenimiento de la diligencia debida ESG: Realizar una diligencia debida adecuada en las prácticas ESG de las empresas en las que se invierte es fundamental para garantizar la sostenibilidad y el éxito a largo plazo. Los gestores de capital de riesgo deben dedicar tiempo y recursos para evaluar el desempeño ESG de las empresas antes de invertir y durante el período de inversión. Esto puede requerir el desarrollo de sistemas de monitoreo y evaluación internos, así como la contratación de expertos externos para proporcionar información adicional sobre las prácticas ESG de la empresa (UNPRI, 2022)

8. Escala de las empresas en cartera: A diferencia de las grandes empresas, las startups y empresas en etapas tempranas suelen tener menos recursos y menos experiencia en la gestión de cuestiones ESG. Esto puede hacer que sea más difícil para ellas implementar prácticas ESG efectivas y medir y reportar su desempeño ESG. Los gestores de VC pueden tener que brindar un nivel adicional de apoyo y orientación a estas empresas para ayudarlas a abordar estos desafíos.

9. Cambios regulatorios y normativos: Las regulaciones y normativas en torno a ESG están en constante evolución, lo que puede representar un desafío para los fondos de VC que buscan mantenerse al día con los últimos requisitos y estándares. Los cambios en las regulaciones pueden tener un impacto significativo en las empresas en las que invierten los fondos de VC, por lo que es crucial que los gestores estén bien informados y preparados para adaptarse a estos cambios (Alakent & al., 2020).

10. Perspectiva a largo plazo: Las consideraciones ESG a menudo requieren una perspectiva a largo plazo, ya que los beneficios de las inversiones y las prácticas ESG pueden no ser inmediatamente evidentes. Esto puede ser un desafío en la industria de VC, donde los inversores a menudo buscan retornos rápidos. Fomentar una mentalidad de inversión a largo plazo puede ser clave para integrar eficazmente las consideraciones ESG en la toma de decisiones de inversión.

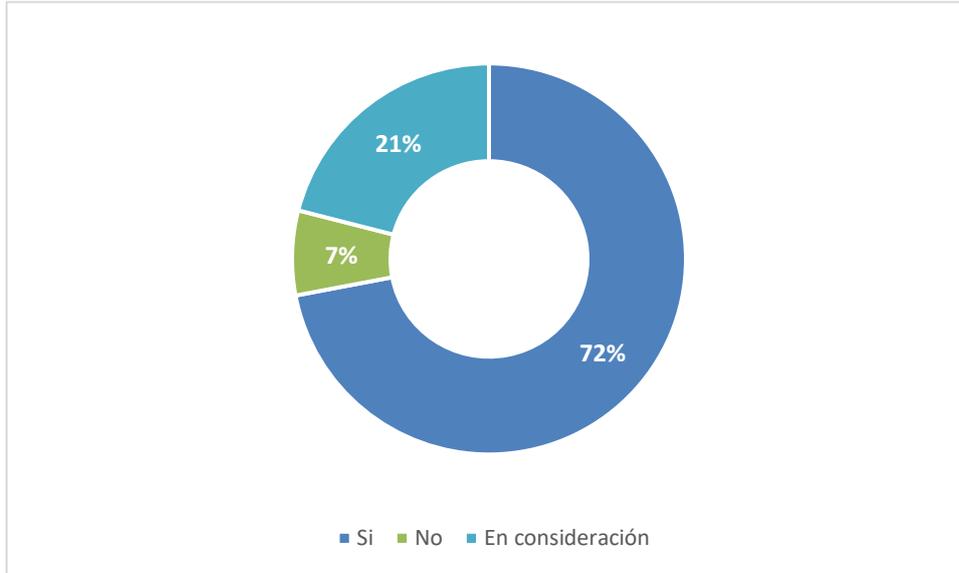
La integración de ESG en el capital de riesgo presenta numerosos desafíos que requieren esfuerzos concertados por parte de los gestores de fondos para superarlos. La adopción de marcos estandarizados y una mayor colaboración entre las partes interesadas del ecosistema de capital de riesgo pueden ayudar a abordar estos desafíos y mejorar la adopción y efectividad de las prácticas ESG en el sector. En general, la integración de ESG en la toma de decisiones de inversión es un proceso continuo que requiere una evaluación y una adaptación constantes a las condiciones cambiantes (Botsari & Lang, 2020).

4.6 Situación Actual en el Venture Capital

A medida que la sostenibilidad y la inversión responsable cobran mayor relevancia en el ámbito financiero, es esencial evaluar cómo el sector del *venture capital* está abordando estos temas y adaptándose a las demandas actuales. En esta sección examinaremos el estado de las prácticas de inversión responsable y la incorporación de criterios ESG en el sector del VC. También analizaremos los resultados de una investigación reciente realizada por el PRI (*Principles for Responsible Investing*) y VentureESG, que proporciona información valiosa sobre la adopción de políticas y prácticas ESG en este ámbito, para comprender mejor cómo la industria está evolucionando y enfrentando los desafíos actuales.

A partir de la investigación realizada por el PRI y VentureESG durante junio y julio de 2021, se han extraído las siguientes conclusiones. La mayoría de los 104 GP de VC que respondieron eran signatarios del PRI o formaban parte del equipo de VentureESG. En consecuencia, es probable que los resultados exageren el nivel de uso y conocimiento de los factores ESG en el sector en general.

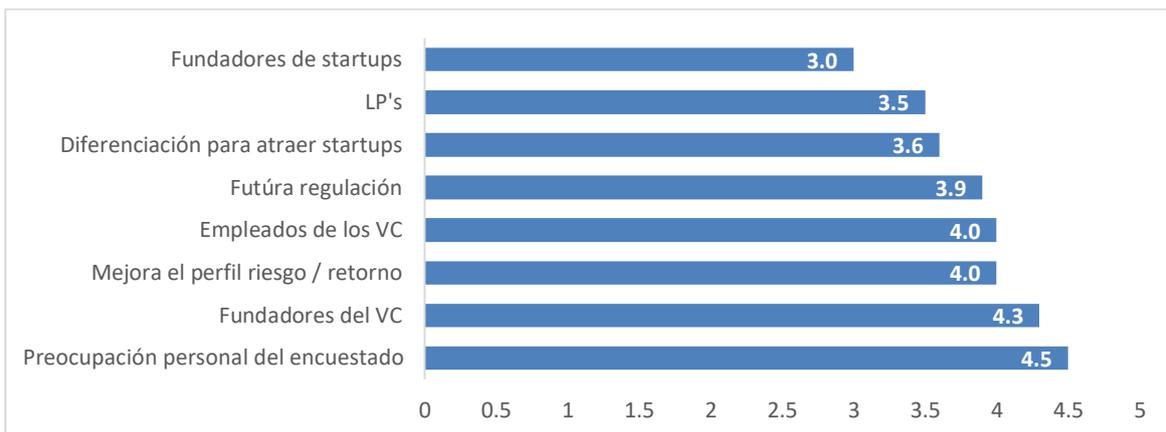
Gráfico 2: ¿Tenéis políticas ESG o de inversión responsable integradas?



Fuente: Encuesta del PRI y VentureESG 2021

Cerca del 72% de los encuestados afirmaron que tienen una política de inversión responsable o ESG en su empresa. De aquellos que no la tenían, la mayoría dijo que estaban considerando implementarla. Esto es sorprendentemente alto. Debido a que muchas políticas no están disponibles públicamente, su calidad en términos de rigor, supervisión e implementación no puede ser evaluada.

Gráfico 3: Motivaciones actuales de la incorporación de ESG en VC (1-5)



Fuente: Encuesta del PRI y VentureESG 2021

Los datos del gráfico sugieren que los fundadores de *startups* muestran actualmente un nivel de interés relativamente bajo en las prácticas de ESG, lo que parece contradictorio si se considera que son clave para la adopción de estas prácticas. Sin embargo, este aparente contraste puede entenderse a la luz de varios factores.

En primer lugar, si bien es cierto que el interés actual de los fundadores de *startups* en ESG puede ser menor en comparación con otros actores, esto no significa que no vaya a crecer en el futuro. Según los entrevistados, existe una tendencia creciente de interés en la inversión responsable por parte de los fundadores de *startups*, que podría convertirse en un factor significativo para impulsar el cambio hacia las prácticas ESG en el ámbito del VC.

Además, es importante destacar que los fundadores de *startups* tienen una influencia significativa en la dirección y las prácticas de sus empresas. Si comienzan a valorar más las credenciales de inversión responsable de las firmas de capital de riesgo, estas podrían verse obligadas a adaptarse para mantener su competitividad.

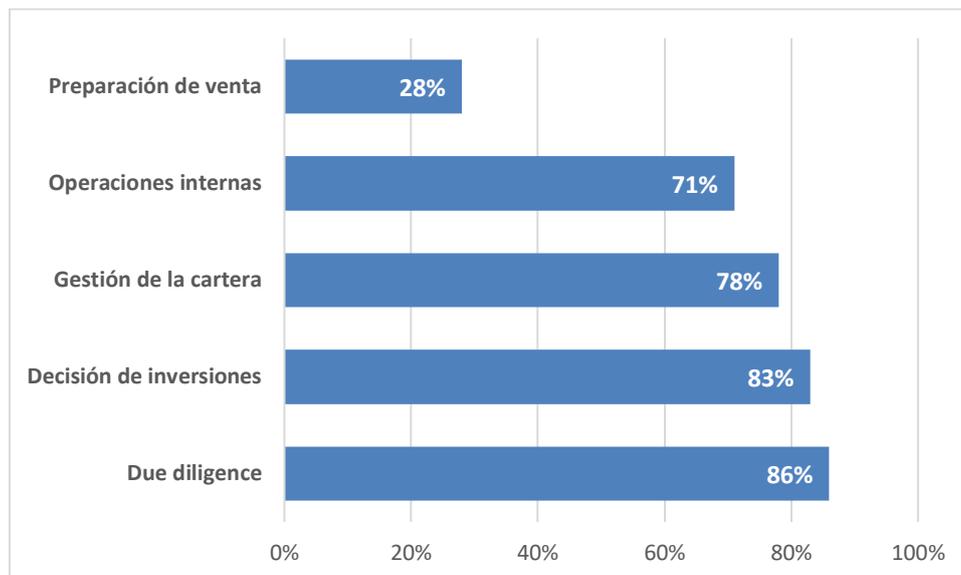
También es relevante considerar el papel de los empleados de las *startups*. Estos están mostrando un creciente interés en trabajar para empresas que compartan sus valores y compromiso con la sostenibilidad. Esto puede llevar a los fundadores a priorizar más las prácticas ESG para atraer y retener talento, especialmente en el competitivo sector tecnológico.

Los principales gestores de capital de riesgo compiten por invertir en los mejores fundadores de *startups* para alcanzar retornos sobre su capital excepcionales. Si los fundadores comienzan a preferir a los gestores de capital de riesgo que puedan asociarse con ellos para mejorar la gestión de riesgos ESG, entonces tener credenciales de inversión responsable podría convertirse en una ventaja competitiva para las firmas de capital de riesgo.

A diferencia de otras clases de activos, la participación de los inversores institucionales no se considera una influencia importante ni se citó como una fuerte motivación en el futuro. Los encuestados también dijeron que la regulación, como la Regulación de Disposición de Finanzas Sostenibles, es probable que impulse a la industria del capital de riesgo a adoptar prácticas de inversión responsables (PRI, 2021).

La mayoría de los encuestados afirmaron que incorporan factores ESG en sus procesos de inversión durante las etapas de *due diligence*, toma de decisiones y monitoreo. Muy pocos los consideran al momento de prepararse para una salida:

Gráfico 4: ¿Integráis factores ESG en las siguientes etapas del proceso de inversión?



Fuente: Encuesta del PRI y VentureESG 2021

El mayor nivel de integración de los factores ESG se observa en la etapa de "due diligence", con un 86%. Esto sugiere que la mayoría de los encuestados considera los factores ESG durante la etapa de diligencia debida, es decir, cuando investigan y evalúan una oportunidad de inversión.

La "decisión de inversiones" sigue de cerca con un 83%, lo que indica que los factores ESG también se tienen en cuenta significativamente al tomar decisiones de inversión.

La "gestión de la cartera" y las "operaciones internas" presentan niveles algo inferiores de integración de los factores ESG, con un 78% y un 71% respectivamente. Esto sugiere que una vez que se realiza la inversión, la atención a los factores ESG puede disminuir un poco.

El nivel más bajo de integración de los factores ESG se observa en la etapa de "preparación de venta", con un 28%. Esto puede indicar que los factores ESG se consideran menos relevantes o se les da menos prioridad cuando se está preparando una venta de activos.

En líneas generales, el gráfico muestra que los factores ESG se incorporan de manera bastante robusta en las primeras etapas del proceso de inversión, pero su integración disminuye notablemente en la etapa de preparación para la venta.

La investigación concluye que, a pesar de la alta adopción de políticas ESG en el capital

de riesgo, persisten retos en cuanto a la calidad y ejecución de dichas políticas. Un auge en el interés por prácticas responsables ESG, proveniente de fundadores, empleados y reguladores de *startups*, puede catalizar un avance hacia una mayor integración de criterios ESG en la industria. Este cambio tendría como resultado un sector más sostenible y ético en el futuro. El estudio también destaca la necesidad de más transparencia y una mejor comunicación sobre las políticas ESG por parte de las empresas de capital de riesgo. En la era actual, las *startups* buscan activamente atraer a talentos que buscan alinear sus valores personales con los de las empresas para las que trabajan, un aspecto que resulta particularmente relevante en el sector tecnológico. Por ende, las empresas de capital de riesgo que puedan asociarse con *startups* para gestionar los riesgos ESG podrían obtener una ventaja competitiva en el mercado. Además, la aplicación de regulaciones, como la Regulación de Disposición de Finanzas Sostenibles, puede ser un fuerte incentivo para que la industria adopte prácticas de inversión responsables y mejore la transparencia en la implementación de criterios ESG. En definitiva, la encuesta refleja una clara tendencia hacia una mayor integración de ESG en la industria de capital de riesgo, aunque aún queda camino por recorrer.

5 Integración de ESG en los fondos VC

La integración de factores ESG en los fondos de VC se ha vuelto cada vez más relevante debido a la creciente conciencia sobre la importancia de la sostenibilidad y el impacto social en las decisiones de inversión. El enfoque en ESG puede ayudar a los gestores de fondos de VC a abordar riesgos y oportunidades significativos, así como a mejorar la resiliencia y el rendimiento de sus carteras (Meles, 2021). En esta sección, examinamos cómo los gestores de fondos de VC pueden integrar los factores ESG en las distintas etapas del proceso de inversión, incluyendo la *due diligence*, la gestión de la cartera y el *reporting* a inversores.

La integración efectiva de ESG en la *due diligence*, la gestión de la cartera y el *reporting* a inversores es crucial para garantizar que los fondos de VC aborden adecuadamente los riesgos y oportunidades asociados con ESG. Dado el reducido tamaño de los equipos y las limitaciones de tiempo de la mayoría de los gestores de fondos de VC, el enfoque debe racionalizarse y adaptarse a la estrategia específica del fondo (CDC & FMO, 2020).

En primer lugar, es fundamental establecer políticas claras de inversión responsable o ESG, que reflejen las creencias y principios de la organización y estén respaldadas por los socios principales (Brest & Born, 2021). Estas políticas deben ser conocidas y comprendidas por todo el equipo y revisadas periódicamente para asegurar que sigan siendo relevantes y efectivas en un contexto cambiante.

Además, es importante que los gestores de fondos de VC apliquen criterios ESG internacionales, especialmente cuando invierten en mercados emergentes o en múltiples jurisdicciones, donde las normas locales pueden ser más débiles o variar significativamente (UNPRI, 2022). La adopción de una lista de exclusión también puede ser útil para evitar inversiones en sectores o actividades potencialmente problemáticos, protegiendo así la reputación del fondo y facilitando la recaudación de fondos futuros (Botsari & Lang, 2020).

En esta sección, se adaptan las recomendaciones para los fondos de *private equity* al mismo tiempo que se incorporan las mejores prácticas actuales para los fondos de VC. Los fondos de VC suelen presentar un perfil de riesgo distinto y capacidades ESG más limitadas; sin embargo, las prácticas óptimas para los fondos de *private equity* se alinean con los marcos establecidos para los fondos de VC (tanto a nivel del gestor del fondo

como de las empresas en cartera). Por lo tanto, los fondos de VC en etapas tempranas suelen ser adecuados para un enfoque simplificado. No obstante, cada sistema de gestión debe personalizarse según la estrategia específica del fondo.

5.1 Integración en la *Due Dilligence*

La diligencia debida en el proceso de inversión en VC es un componente esencial para mitigar riesgos ambientales, sociales y de gobernanza (ESG). Muchas firmas de VC mantienen comunicaciones formales e informales con los fundadores de las *startups* antes de invertir para evaluar posibles riesgos ESG futuros. Algunos inversores utilizan cuestionarios ESG pre-inversión para identificar y comprender los riesgos y oportunidades ESG a los que está expuesta una inversión potencial. Estos cuestionarios pueden variar en contenido, complejidad y recursos necesarios para completarlos, y algunos se centran en factores ESG relevantes utilizando los estándares del Sustainability Accounting Standards Board (SASB) (CDC & FMO, 2020).

En ciertos casos, los gestores de fondos de VC (GP) incorporan lenguaje ESG en la documentación contractual, como cláusulas de sostenibilidad en las hojas de términos y los acuerdos de accionistas (*Limited Partner Agreement* o LPA). Aunque no siempre son legalmente vinculantes, estas cláusulas ayudan a establecer un entendimiento común de los valores entre el GP y la *startup* (UNPRI, 2021).

Además, algunos GP de VC incluyen una sección ESG en la documentación de sus comités de inversiones. Por ejemplo, Balderton Capital, un gestor británico, tiene una sección dedicada a sus objetivos de futuro sostenible alineados con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS). Los socios en el comité de inversiones tienen en cuenta esta información al decidir si deben seguir adelante con una inversión (UNPRI, 2021).

Aunque algunos gestores de VC, como Atómico, tienen políticas formales de inversión responsable que abordan aspectos ESG, otros adoptan enfoques menos estructurados (UNPRI, 2021). Algunos GPs se centran en temas ESG específicos sin una guía general.

Las listas de exclusión pueden ser útiles para clasificar inversiones, pero no siempre son apropiadas. Las listas genéricas utilizadas en otras clases de activos pueden no ser efectivas para el VC, ya que podrían no abordar áreas controvertidas relevantes para el sector. Algunos GPs han desarrollado políticas de exclusión adaptadas, como Amadeus

Capital Partners y Truffle Capital, que evitan inversiones en ciertos sectores y/o modelos de negocios y en compañías que involucren prácticas controvertidas (UNPRI, 2021).

Adicionalmente, la incorporación de herramientas y tecnologías de análisis ESG puede ser útil en el proceso de diligencia debida. Estas herramientas pueden ayudar a los gestores de fondos a evaluar el rendimiento ESG de las *startups* de manera más sistemática y rigurosa. Por ejemplo, MSCI y Sustainalytics son dos proveedores líderes de datos y análisis ESG que ofrecen soluciones para evaluar y comparar el desempeño ESG de diferentes compañías y sectores (MSCI, 2021; Sustainalytics, 2021).

La colaboración entre gestores de fondos de VC también puede ayudar en la integración efectiva de ESG en la diligencia debida. A través de la colaboración, los gestores pueden compartir mejores prácticas, recursos y conocimientos para abordar de manera efectiva los riesgos ESG en el proceso de inversión. La Iniciativa de Principios para la Inversión Responsable (PRI) es una plataforma global que fomenta el intercambio de información y experiencias entre inversores en el ámbito ESG (UNPRI, 2021).

Otro enfoque para integrar ESG en el proceso de diligencia debida es mediante la implementación de sistemas de seguimiento y medición de impacto. Al medir y monitorear el desempeño ESG de las inversiones a lo largo del tiempo, los gestores de fondos pueden asegurarse de que las *startups* cumplan con sus objetivos y metas ESG. El Marco de Impacto de la Inversión (*Impact Management Project*) es un ejemplo de una herramienta que ayuda a los inversores a evaluar y gestionar el impacto de sus inversiones (IMP, 2021).

La capacitación y el desarrollo de habilidades en ESG también son fundamentales para garantizar una diligencia debida efectiva en el VC. Los gestores de fondos deben estar al tanto de las tendencias y desarrollos emergentes en ESG, y estar capacitados para abordar estos temas en sus evaluaciones de inversión. La PRI Academy, por ejemplo, ofrece cursos en línea para ayudar a los inversores a adquirir habilidades y conocimientos en inversión responsable (UNPRI, 2021).

En resumen, la integración efectiva de ESG en el proceso de diligencia debida en el VC implica una combinación de comunicaciones transparentes, cuestionarios ESG pre-inversión, cláusulas contractuales, políticas de inversión responsable, listas de exclusión adaptadas, herramientas de análisis, colaboración entre gestores, sistemas de seguimiento

de impacto y capacitación en ESG. Estos enfoques ayudarán a los gestores de fondos a abordar de manera efectiva los riesgos y oportunidades ESG, lo que mejorará el rendimiento a largo plazo y la sostenibilidad de sus inversiones.

5.2 Integración en la Gestión de la Cartera

Además, muchos GP de VC son inversores activos que buscan aplicar su propia experiencia en el crecimiento de los negocios de las *startups* en las que invierten. Al igual que el capital de crecimiento y el *buyout*, esta aproximación los ayuda a mejorar la gestión de los riesgos y oportunidades ESG (UNPRI, 2021).

Algunos GP de capital de riesgo que incorporan factores ESG realizan encuestas anuales a sus inversiones para monitorear sus riesgos ESG:

- Atómico completa una tarjeta de puntuación de valores de una página seis meses después de realizar una inversión y luego de manera anual hasta la salida, lo que le permite monitorear los riesgos en todo su portafolio. La tarjeta de puntuación se utiliza para descubrir banderas rojas en la diversidad, el impacto ambiental, el futuro impacto a escala de la empresa temprana y los asuntos de gobierno. Atómico dice que no es prescriptivo y da poder a su equipo de inversiones y a los fundadores de las *startups* para discutir temas positivos y negativos en estas áreas.
- El inversor sueco Kinnevik usa su encuesta para rastrear y publicar públicamente los indicadores clave de desempeño ESG.

Idealmente, los resultados de estas encuestas deberían formar parte de la monitorización de inversiones de los GP, por ejemplo, en reuniones de revisión de portafolio trimestrales, en lugar de abordarse por separado.

El enfoque en un miembro responsable del equipo de inversiones permite una mayor coherencia en la gestión de riesgos y oportunidades relacionados con el ESG a lo largo de toda la cartera. Al concentrar los conocimientos y la experiencia en una sola persona, se fomenta una mayor eficacia en la gestión activa de ESG (CDG & FMO, 2020). La comunicación frecuente con las empresas participadas es esencial para lograr una gestión efectiva de ESG, y el responsable de ESG debe ser visto como una parte integral y valiosa del equipo de inversiones, en lugar de ser simplemente una función de *back-office*.

Para asegurarse de una gestión eficiente de los aspectos sociales, medioambientales y de gobernanza, contratar a un consultor externo es una estrategia cada vez más popular en el sector de la inversión. Estos expertos en ESG pueden ofrecer una perspectiva fresca y un enfoque especializado en la gestión de riesgos y oportunidades ESG (CDG & FMO, 2020). Además, los consultores externos pueden ayudar en la supervisión y la realización de la *due dilligence*, especialmente en el caso de empresas que presentan mayores riesgos ESG. Para garantizar que el consultor brinde un valor real, es crucial que tenga experiencia en el sector correspondiente y comprenda las tendencias y desafíos actuales en materia de ESG. Es posible que los gestores de fondos consideren ampliar su gama de proveedores adicionales para acuerdos de menor riesgo, como la diligencia debida legal. Esto puede incluir la revisión del cumplimiento de la legislación laboral nacional y otros requisitos legales y reguladores relevantes.

5.3 Integración en el Reporting a LP's

El reporting de ESG por parte de los General Partners (GP) de los fondos de VC es cada vez más importante para los Limited Partners (LP). Algunos ejemplos de LPs que han desarrollado prácticas específicas de debida diligencia para el capital de riesgo son:

- El Sistema de Jubilación de Empleados de San Francisco (SFERS) utiliza un cuestionario de pre-inversión para evaluar las capacidades ESG de los GP. Su equipo ESG revisa las respuestas recibidas y prepara preguntas adicionales que se discuten en una llamada con cada GP. SFERS califica las firmas utilizando su marco propietario y prepara evaluaciones generales que presenta a su comité de inversiones. Identifica temas de seguimiento y futuro compromiso y proporciona información relevante (sin la puntuación ESG) a su junta directiva completa (Botsari & Lang, 2020).
- Otro plan de pensiones estatal de los EE. UU. personaliza su enfoque de incorporación ESG para todas las clases de activos, incluido el capital de riesgo. No tiene expectativas para los gestores de inversiones que se dirigen a las empresas sin ingresos previos. Sin embargo, tiene una llamada ESG dedicada con cada GP potencial para construir un perfil ESG que describa y analice cómo ha evolucionado su programa ESG actual y su hoja de ruta futura. Esta información se incluye en la documentación del comité de inversiones. El plan de pensiones también personaliza su tarjeta puntuación propietaria para el capital de riesgo. Aunque los temas de la tarjeta

puntuación son los mismos para todas las clases de activos, se calibran para factores como el tamaño del gestor y la geografía (Botsari & Lang, 2020).

Es recomendable que los gestores de fondos de capital de riesgo consideren la elaboración de un informe anual de ESG. La presentación de una gestión proactiva de las preocupaciones ESG, la contribución operativa brindada a las empresas en cartera y el impacto generado en la cartera puede resultar valiosa, tanto si los LPs requieren un informe ESG anual como si no (CDC & FMO, 2020). Además, las mejoras a lo largo del tiempo pueden ser demostradas a través de las métricas presentadas en un informe ESG anual, lo cual puede ser un factor positivo para la captación de nuevos fondos y la realización de salidas. Cada vez son más los fondos de VC y los inversores de impacto que hacen públicos sus datos ESG, y mediante la realización de divulgaciones comparables, las empresas de VC pueden diferenciarse de su competencia.

Además, es importante que los gestores de fondos realicen un seguimiento de los eventos graves y, en caso de ser necesario, informen a los LPs. Los eventos graves suelen incluir muertes, lesiones graves, acoso, infracciones legales flagrantes, huelgas y incendios a gran escala. Por ejemplo, las empresas con grandes plantillas dedicadas a actividades de alto riesgo, como la logística, son más propensas a sufrir accidentes graves (Botsari & Lang, 2020). Durante la investigación de los incidentes, es necesario identificar las causas subyacentes y sugerir soluciones. Con el fin de prevenir su repetición, los datos de incidentes significativos deben ser monitoreados y analizados. Por ejemplo, el análisis de los datos de accidentes en el sector de la logística podría identificar a los conductores con un alto riesgo de accidente, los tipos de camiones, las rutas y los horarios del día. Para cada causa raíz, pueden implementarse medidas correctivas específicas que ayuden a la empresa a mejorar a lo largo del tiempo.

6 Análisis Empírico de las Principales Iniciativas ESG en VC

6.1 Metodología y Selección de Iniciativas

En cuanto a la selección de iniciativas, he seleccionado a las tres más consolidadas, respaldadas y con mayor adopción dentro de VC: VentureESG, ESG_VC y ROSE. La elección de estas tres no se realizó de forma arbitraria o a ojo, sino que se basó en su relevancia, madurez y la influencia que han demostrado en la comunidad de VC. Estas tres iniciativas se destacan por estar respaldadas de manera sólida por fondos de VC y por encontrarse en un estado avanzado de desarrollo, lo que permite recopilar datos sustanciales y obtener opiniones de expertos familiarizados con su implementación. Con este nivel de madurez y así de respaldadas por fondos de VC, a junio de 2023 no hay otras alternativas. He tomado la decisión basándome en mi experiencia del último año en el sector, una exhaustiva investigación y conversaciones con expertos en este campo. Mi selección no pretende ser exhaustiva ni definitiva, sino que representa una muestra de las diferentes maneras en que los factores ESG están siendo integrados en el *venture capital*. Cada una de estas iniciativas ofrece un enfoque único para abordar los desafíos de ESG en las inversiones de VC.

El panorama actual en el sector del *venture capital* respecto a ESG es notablemente diverso y multifacético, reflejando una amplia gama de marcos y herramientas que se han desarrollado para abordar los desafíos específicos en la integración de los criterios ESG. Este escenario, que se caracteriza por la ausencia de consenso y uniformidad sobre qué constituye una gestión efectiva de los aspectos ambientales, sociales y de gobernanza, ha fomentado el surgimiento de diversos enfoques que, con sus respectivas fortalezas y debilidades, intentan proporcionar soluciones a esta complejidad intrínseca.

Este análisis no pretende ser una evaluación definitiva de todos los enfoques de ESG disponibles en el sector de capital de riesgo. Más bien, busca arrojar luz sobre la diversidad de estrategias y herramientas que se están empleando y para proporcionar una base para futuras investigaciones y desarrollo en este campo.

Para analizar de manera estructurada las iniciativas que desarrollan marcos de análisis ESG adaptados al *venture capital*, se ha seguido el siguiente procedimiento basado en criterios específicos que permitan evaluar las iniciativas de manera efectiva. Los criterios seleccionados son:

1. Cobertura Integral de ESG: Evalúa si cada iniciativa aborda de manera efectiva los desafíos clave de ESG. Se considera si la iniciativa proporciona un enfoque comprensivo, tomando en cuenta todas las áreas relevantes, incluidos los aspectos ambientales, sociales y de gobernanza.
2. Madurez del marco: Evalúa la madurez de cada iniciativa en términos de su desarrollo, adopción en el mercado y casos de éxito. Las iniciativas más maduras podrían ofrecer una base sólida y probada para la evaluación de ESG en inversiones de VC.
3. Prestigio y veracidad de las instituciones de respaldo: Considera la reputación y la credibilidad de las organizaciones e instituciones que respaldan cada iniciativa. Las iniciativas respaldadas por organizaciones de renombre y confiables pueden ofrecer una mayor confianza en la calidad y efectividad del marco.
4. Complejidad de uso: Evalúa la facilidad de uso y la accesibilidad de cada iniciativa. Un marco más fácil de usar y aplicar en el proceso de inversión puede facilitar su adopción y garantizar que se aplique de manera consistente.
5. Soporte y recursos disponibles: Considera el nivel de soporte y los recursos disponibles proporcionados por cada iniciativa, incluidos los materiales de capacitación, las guías, las herramientas de evaluación y los servicios de asesoramiento. Un mayor soporte y recursos disponibles pueden facilitar la implementación y el seguimiento del marco de análisis ESG.

Posteriormente, se establece una escala de calificación, en este caso del 1 a 5, para asignar una puntuación a cada iniciativa según cada criterio de evaluación. Tras investigar y evaluar el desempeño de cada iniciativa en cada uno de los criterios de evaluación, se documentan las razones y evidencias. Con esto, se clasifican las iniciativas de mejor a peor según las puntuaciones totales. Además, hay que analizar los resultados y considerar si las clasificaciones reflejan de manera precisa el desempeño de las iniciativas en relación con los criterios de evaluación.

Asimismo, hay que examinar las puntuaciones en cada criterio para identificar las fortalezas y debilidades de cada iniciativa. Esto proporcionará una visión más clara de las áreas en las que cada iniciativa sobresale y aquellas en las que podría haber oportunidades de mejora. También he realizado un análisis cualitativo de las iniciativas, considerando aspectos como su reputación en el mercado, la calidad de sus recursos y herramientas, y la retroalimentación de los usuarios que ya han implementado los marcos en sus procesos de inversión. Como parte del análisis, he compartido mis hallazgos con expertos en el campo de ESG y VC para validar los resultados y recibir retroalimentación adicional que pueda enriquecer el análisis.

6.2 VentureESG

VentureESG es una iniciativa comunitaria sin fines de lucro fundada por los gestores de inversiones de GMG Ventures y Houghton Street Ventures junto con un académico de la Universidad de Cambridge. El objetivo de VentureESG es definir los problemas de ESG que son materiales y relevantes para el capital de riesgo y trabajar en su integración a través de cuestionarios, compromiso con los fundadores y establecimiento de indicadores clave de rendimiento (KPIs). Apoyada por una robusta comunidad de más de 300 fondos de capital de riesgo y 90 inversores institucionales de todo el mundo, VentureESG aspira a convertir a ESG en una parte estándar de la diligencia debida, la gestión de carteras y la administración interna de fondos.

La iniciativa, respaldada por Kinnevik, AlbionVC, HV Capital y respaldada por instituciones prestigiosas como LSE (*London School of Economics*) y el Nasdaq Entrepreneurial Center, se centra en todos los aspectos de la cadena de valor, desde el proceso de inversión y la gestión interna de fondos hasta la gestión de carteras y la presentación de informes. Para ello, VentureESG desarrolla herramientas, como un marco de ESG adecuado, para construir capacidad y conocimiento internos.

Tabla 2. Calificación VentureESG

Cobertura Integral de ESG	3
Madurez del marco	2
Prestigio y veracidad	5
Complejidad de uso	3
Soporte y recursos disponibles	3
TOTAL	16

Fuente: Elaboración propia

VentureESG es una entidad que destaca notablemente en el ámbito del prestigio y la veracidad. Sus éxitos en estos aspectos se pueden atribuir a su sólida y activa comunidad de apoyo, que incluye a más de 300 fondos de VC de renombre. Este respaldo notorio proviene de una multitud de actores influyentes en el mundo del VC, fortaleciendo el reconocimiento y la influencia de VentureESG. Además, goza de una confianza excepcional por parte de instituciones de alto prestigio, que ven en esta iniciativa un enfoque prometedor y pionero para abordar los factores ESG en el espacio de inversión de VC.

A pesar de estos logros, es importante reconocer que VentureESG todavía se encuentra en una fase temprana de su trayectoria. Esto significa que, aunque ha demostrado un compromiso integral con los aspectos ESG – reflejado en su enfoque holístico que abarca desde el proceso de inversión y la administración interna de fondos hasta la gestión de carteras y la presentación de informes – todavía tiene desafíos que superar. Las áreas de mejora incluyen el perfeccionamiento de su marco de trabajo ESG, que todavía está evolucionando y requiere maduración, y la expansión de su conjunto de recursos y soporte disponibles para los usuarios y miembros de la comunidad.

Aun así, hay razones para mantener un optimismo prudente. A medida que VentureESG continúa desarrollándose y creciendo, se espera que estos obstáculos se superen de manera progresiva. La evolución de la iniciativa probablemente traerá consigo un marco de ESG más robusto, un soporte más extenso y recursos mejorados. Esto avanzará hacia la realización de su ambición de construir un modelo cada vez más sofisticado y efectivo para la integración de ESG en el sector del VC.

El proceso puede ser gradual, pero con la dedicación y el compromiso que ha demostrado VentureESG hasta ahora, se puede anticipar un crecimiento significativo en el futuro, estableciéndose como una fuerza líder en la promoción de prácticas de inversión responsables y sostenibles en el mundo del *venture capital*.

6.3 ESG_VC:

ESG_VC es una iniciativa que se centra en proporcionar una herramienta integral para evaluar y mejorar el desempeño de ESG en las empresas de cartera. Han desarrollado un cuestionario estandarizado de 48 preguntas sobre ESG para las empresas de cartera. La BVCA (*British Private Equity & Venture Capital Association*) espera utilizar las respuestas a la encuesta para producir referencias y análisis que puedan establecer las mejores prácticas en cada área de la encuesta para empresas de diferentes tamaños. Diseñado para proporcionar una introducción a la calificación de ESG, el marco puede implementarse fácilmente desde la fase de *Seed* hasta la de *Growth*, en empresas que abarcan sectores B2B y B2C, resultando en una puntuación de ESG tangible y una lista de áreas clave a abordar para mejorar el rendimiento de ESG.

Con una serie de destacados grupos de dirección como Astanor, Atómico y Seedcamp, y con Highland Europe como usuario, ESG_VC proporciona recursos y capacitación a los emprendedores para ayudarles a alcanzar sus metas de ESG y progresar en las métricas de su marco de medición. Estos recursos abarcan desde la medición de la huella de carbono hasta el desarrollo de una política de permiso parental para *startups* y se pueden encontrar en su página de Notion, que también incluye su calendario de eventos para el año.

Tabla 3. Calificación ESG_VC

Cobertura Integral de ESG	4
Madurez del marco	4
Prestigio y veracidad	5
Complejidad de uso	2
Soporte y recursos disponibles	5
TOTAL	20

Fuente: Elaboración propia

Además de su impecable prestigio y autenticidad, respaldados por la confianza de los reconocidos grupos de dirección y la adopción de su plataforma por inversores de renombre, las fortalezas de ESG_VC se extienden más allá. Una de las áreas donde realmente sobresale es en la amplia gama de recursos y servicios de apoyo que proporciona, tanto para emprendedores como para fondos de inversión.

Con su compromiso de apoyar a los empresarios, ESG_VC pone a disposición una variedad de herramientas, recursos y capacitación para ayudarles a alcanzar y superar sus objetivos ESG. La iniciativa ha desarrollado un extenso compendio de recursos, cubriendo todo, desde la medición y gestión de la huella de carbono hasta el desarrollo de políticas de licencia parental justas y equitativas para las *startups*.

ESG_VC también se ha distinguido en proporcionar a los fondos de inversión las herramientas necesarias para evaluar, monitorizar y mejorar el rendimiento de ESG de sus inversiones. Esto se realiza a través de su marco de ESG bien desarrollado y completo, que, a pesar de su complejidad, ofrece una evaluación exhaustiva y detallada de ESG y proporciona una hoja de ruta clara para la mejora continua.

Además, ESG_VC organiza una variedad de eventos a lo largo del año, desde seminarios web informativos y talleres de formación hasta foros de discusión y conferencias de alto nivel. Estos eventos proporcionan una excelente oportunidad para los emprendedores y los fondos para aprender de expertos en la materia, intercambiar ideas y mejores prácticas, y conectar con una red más amplia de actores comprometidos con la integración de ESG.

Con su enfoque integral y sólido, ESG_VC está a la vanguardia, trazando el camino en la integración de ESG en el espacio de capital de riesgo. No se limita a medir el desempeño en ESG, sino que se compromete a proporcionar la educación, las herramientas y el apoyo necesarios para garantizar una mejora continua y significativa en los aspectos ESG. Este compromiso con el apoyo y el desarrollo es fundamental para su visión de un futuro de inversión responsable y sostenible.

6.4 ROSE Framework / Software:

El marco ROSE es una iniciativa destacada que ofrece un software integral de gestión de la sostenibilidad, personalizado para cada empresa en cartera. Su objetivo principal es medir y mejorar el impacto en los resultados de sostenibilidad de las empresas. Con más

de 40 empresas en la región DACH (países de habla alemana) que ya utilizan la plataforma, y respaldado por organizaciones notables como HV Capital y la Escuela Politécnica Federal de Lausana (EPFL), ROSE ha ganado una sólida reputación en el campo de la sostenibilidad corporativa.

Lo que distingue a ROSE es su enfoque de principio a fin en la gestión de la sostenibilidad. El software de ROSE proporciona una solución completa que abarca desde la recopilación de datos hasta la implementación de objetivos y la colaboración entre departamentos. Esta funcionalidad integral permite a las empresas obtener una visión clara de las regulaciones y requisitos de sostenibilidad de la UE que se aplican a su organización. El software les ayuda a establecer metas claras, operar sus acciones y realizar un seguimiento de su progreso en tiempo real.

La gestión de la sostenibilidad, que cubre temas ambientales, sociales y de gobernanza tanto desde una perspectiva ética como regulatoria, es el corazón de la misión de ROSE. El enfoque de ROSE busca reconciliar las operaciones y la existencia a largo plazo de las empresas con su contribución más amplia a la sociedad y su impacto en el medio ambiente. El objetivo es ayudar a las empresas a desarrollar y seguir una estrategia de sostenibilidad clara que proporcione una ventaja competitiva duradera y permita aprovechar las tendencias del mercado.

Tabla 4. Calificación ROSE

Cobertura Integral de ESG	2
Madurez del marco	3
Prestigio y veracidad	4
Complejidad de uso	4
Soporte y recursos disponibles	4
TOTAL	17

Fuente: Elaboración propia

Uno de los elementos más destacados y diferenciadores de ROSE es su impresionante equipo compuesto por expertos tanto en ESG como en tecnología. El equipo de ROSE lleva la teoría a la práctica combinando una profunda comprensión y experiencia en el terreno de la sostenibilidad con un dominio avanzado en el desarrollo de tecnologías punta. Esta intersección única de habilidades y conocimientos es la piedra angular que

permite a ROSE proporcionar una solución de software para la gestión de la sostenibilidad que es a la vez eficiente en su ejecución, efectiva en su impacto y precisa en su orientación hacia resultados medibles y sostenibles.

A pesar de su gran cantidad de fortalezas, el marco ROSE no está exento de oportunidades de mejora. Un aspecto clave es que, aunque su enfoque fuertemente orientado hacia la materialidad es un claro activo, la cobertura que hace de los factores ESG tiende a inclinarse más hacia los aspectos medioambientales. Para lograr un enfoque ESG verdaderamente equilibrado y completo, se hace necesario un mayor desarrollo y expansión en las áreas sociales y de gobernanza, lo que permitiría a ROSE proporcionar una cobertura de ESG más integrada y completa.

La reputación del marco ROSE es algo a destacar, respaldada por el reconocimiento y la confianza depositada por inversores de alto calibre y una creciente adopción por parte de numerosas empresas en la región DACH. Aunque su fuerte orientación hacia la materialidad es una de sus principales ventajas, ROSE necesita ampliar y profundizar sus recursos y herramientas, especialmente en las áreas sociales y de gobernanza, para poder proporcionar una cobertura ESG más completa y, en última instancia, potenciar su impacto en el ámbito de la sostenibilidad corporativa.

6.5 Validación de Expertos

Para enriquecer este análisis y brindar una perspectiva más profunda, busqué la validación de expertos en VC y ESG, centrándome en profesionales de IDC Ventures, Enzo Ventures y Galdana Ventures que han preferido no compartir su nombre. Estas entidades están bien posicionadas en el sector y proporcionan una perspectiva valiosa y matizada. No solo han ayudado a identificar y evaluar las iniciativas, si no que han proporcionado también valiosas percepciones cualitativas y comentarios constructivos sobre cada una de las iniciativas.

Tabla 5. Comparación de las Iniciativas Principales

	VentureESG	ESG_VC	ROSE
Cobertura Integral de ESG	3	4	2
Madurez del marco	2	4	3
Prestigio y veracidad	5	5	4
Complejidad de uso	3	2	4
Soporte y recursos disponibles	3	5	4
TOTAL	16	20	17

Fuente: Elaboración propia

Desde IDC Ventures, un firme usuario de ESG_VC, se resalta la integralidad y el marco holístico que esta herramienta proporciona. Subrayan que ESG_VC es un instrumento valioso para la incorporación efectiva de criterios ESG en sus procesos de inversión. Sin embargo, señalan que a pesar de su madurez y amplia cobertura de ESG, su complejidad puede ser un obstáculo para las empresas que se inician en esta práctica. Para superar este desafío, sugieren la incorporación de una orientación más estructurada y sencilla en el marco para ayudar a las empresas en la transición hacia un enfoque de inversión ESG.

Enzo Ventures, otra entidad que utiliza ESG_VC, reitera la necesidad de sofisticar aún más las herramientas y las métricas utilizadas en el campo ESG. Destacan que, a pesar de los avances en el desarrollo de estas herramientas, la evolución constante del sector de VC y sus desafíos únicos requieren soluciones más innovadoras y adaptativas. Aprecian la abundancia de recursos y formación que ESG_VC proporciona, pero sugieren que una mayor personalización de estas herramientas para adaptarse a las necesidades específicas de diferentes empresas podría mejorar su aplicabilidad y eficacia.

Por su parte, Galdana Ventures, que muestra un interés particular por la iniciativa ROSE, apoya el enfoque tecnológico que esta ofrece. Consideran que ROSE, al ofrecer una solución de software integral, alinea bien con su apuesta por soluciones tecnológicas en la gestión de la sostenibilidad. Sin embargo, señalan que la cobertura de ESG de ROSE se inclina principalmente hacia los aspectos ambientales y sugieren un mayor equilibrio y desarrollo en las áreas social y de gobernanza para una verdadera integración ESG.

Por otro lado, la "materialidad" en ESG, es un concepto que los expertos enfatizan como crucial. Refiere a la relevancia de un asunto o problema específico de ESG para los *stakeholders* de una empresa, y es una consideración clave al evaluar y comparar estas iniciativas. Es un indicador de cómo estos enfoques y herramientas ESG están ayudando a los gestores de fondos de VC y a sus empresas a mejorar y expandir sus prácticas de ESG. Los expertos explican que hay otros marcos y herramientas en desarrollo, como el Marco de Materialidad de *Boston Consulting Group* y el marco propio del PRI, que prometen brindar más opciones y soluciones para abordar los desafíos de ESG en las inversiones de *venture capital*. Podemos apreciar que las iniciativas ESG emergentes tienen una relevancia cada vez mayor en el campo del *venture capital*. Aunque muchas de estas iniciativas están aún en sus etapas iniciales, representan un esfuerzo significativo y necesario para fomentar prácticas de inversión más sostenibles y responsables.

Estas observaciones demuestran que el camino hacia la integración efectiva de ESG en VC es un proceso en curso. Aunque se han logrado progresos significativos, los expertos coinciden en que aún se necesita más desarrollo y sofisticación para abordar de manera efectiva los desafíos de ESG en VC. Sin embargo, como bien piensan en Galdana Ventures, estos desafíos representan también una oportunidad para continuar innovando y mejorando en este campo crucial para el futuro de las inversiones y para nuestra sociedad en general. Estas iniciativas emergentes son semillas que, con el tiempo, crecerán y madurarán, y a medida que lo hagan, la capacidad de VC para fomentar un futuro más sostenible y equitativo se fortalecerá. Su impacto en el VC puede ser incipiente, pero no debe subestimarse, ya que su evolución y expansión llevarán la integración de ESG en VC a un nuevo nivel. Su crecimiento y evolución ofrecen la promesa de un futuro en el que los criterios ESG estén arraigados en el corazón del *venture capital*, conduciendo a la inversión responsable y a la sostenibilidad en la vanguardia del cambio económico y social.

7 Conclusiones

7.1 Conclusiones del trabajo

El VC es una clase de activo que se distingue por su enfoque en empresas en etapas tempranas, que a menudo están configurando o reconfigurando industrias enteras con tecnologías disruptivas y modelos de negocio innovadores. Estas empresas no solo aportan productos y servicios únicos, sino que también presentan riesgos y oportunidades únicos. Desde un punto de vista de inversión, el VC es una forma de capital de alto riesgo y alto rendimiento que requiere un enfoque y una evaluación muy diferentes a los de otras clases de activos. Estas características únicas de las inversiones en VC también las hacen especialmente desafiantes en términos de la integración de ESG. Las empresas en etapas tempranas pueden enfrentar una serie de obstáculos para adoptar y adherirse a las prácticas ESG, desde la falta de recursos y experiencia, hasta las tensiones entre los objetivos a corto plazo de crecimiento y rendimiento y los objetivos a largo plazo de sostenibilidad.

En el entorno actual, la integración de los criterios ESG en las inversiones y las operaciones comerciales se está convirtiendo rápidamente en la norma en lugar de la excepción. Los inversores y las instituciones financieras de todo tipo están adoptando los criterios ESG, impulsados tanto por la presión regulatoria como por la creciente demanda de los inversores y del público por una mayor responsabilidad corporativa. Este es un cambio positivo y necesario, pero también resalta la brecha existente entre el VC y otros tipos de activos. En comparación con otras clases de activos, el VC ha sido más lento en integrar los criterios ESG en sus prácticas y operaciones. Incluso en comparación con el *private equity*, una clase de activos estrechamente relacionada que también se centra en inversiones de capital privado, el VC se queda atrás. Este retraso se debe a una serie de factores únicos y desafíos inherentes a la naturaleza de las inversiones en VC.

En primer lugar, la falta de datos y transparencia, junto con la dificultad de medir el impacto ESG, obstaculizan la evaluación y monitoreo de los esfuerzos ESG en empresas emergentes. La inconsistencia en la definición y el reporte de ESG, debido a la falta de un marco unificado y estandarizado, agrega una capa adicional de complejidad, creando un entorno desafiante para los inversores. Por otro lado, la efectiva implementación de prácticas ESG y su integración en la cultura corporativa requieren un compromiso activo por parte de los gestores de VC. Esto puede requerir recursos adicionales y adaptaciones continuas a medida que las empresas crecen y evolucionan. Además, los trade-offs financieros y la necesidad de mantener una diligencia debida ESG plantean dilemas éticos

y decisiones difíciles. El equilibrio entre la rentabilidad financiera y la responsabilidad social y ambiental puede requerir inversiones en empresas con impacto ESG positivo, pero con perfiles de rentabilidad potencialmente más bajos.

Los gestores de VC también enfrentan desafíos únicos debido al tamaño y la etapa de desarrollo de las empresas en las que invierten, que a menudo carecen de los recursos y la experiencia necesarios para implementar y reportar prácticas ESG efectivas. Por último, los cambios regulatorios y normativos y la necesidad de adoptar una perspectiva a largo plazo son otros desafíos importantes en este sector. Asegurar la sostenibilidad y el éxito a largo plazo en un ambiente regulatorio en constante evolución requiere una mentalidad de inversión a largo plazo, algo que puede ser un obstáculo en la industria del VC, donde los inversores a menudo buscan retornos rápidos.

No obstante, hay maneras viables de superar estos obstáculos. La integración efectiva de los factores ESG en la *due diligence* es esencial para los gestores de capital de riesgo. Este proceso puede incluir herramientas como cuestionarios pre-inversión que permitan identificar y comprender los riesgos y oportunidades ESG, utilizando estándares reconocidos como los del SASB. Además, los gestores de fondos pueden incluir cláusulas ESG en la documentación contractual para establecer una comprensión compartida de los valores con la *startup*. También puede ser útil incluir una sección ESG en la documentación de los comités de inversión para ayudar en la toma de decisiones.

La integración de ESG no se limita a la *due diligence*. En la gestión de la cartera, los gestores de VC pueden realizar encuestas anuales a sus inversiones para monitorear los riesgos ESG, como lo hace Atómico con su tarjeta de puntuación de valores. Otro enfoque consiste en designar a un miembro del equipo de inversión como responsable de ESG para mantener una mayor coherencia en la gestión de los riesgos y oportunidades ESG en toda la cartera. El uso de consultores externos especializados en ESG puede también ser útil para tener una perspectiva fresca y especializada en la gestión de estos aspectos.

Por último, el reporting ESG a los inversores es esencial para mejorar la transparencia y la consistencia. Los GP pueden desarrollar un informe anual de ESG para demostrar la gestión proactiva de las preocupaciones ESG y el impacto generado en la cartera. Además, es importante que los GP realicen un seguimiento de los eventos graves y, si es necesario, informen a los LPs para garantizar la transparencia y la responsabilidad.

Respecto a las principales iniciativas actuales, como VentureESG, ESG_VC y ROSE, estas representan avances prometedores, pero todavía están en sus etapas iniciales y tienen margen para madurar. Aunque estas herramientas y directrices ayudan a simplificar el proceso y a facilitar la integración de los criterios ESG en el VC, la realidad es que el sector todavía está un paso atrás. Sin embargo, el surgimiento de soluciones tecnológicas como ROSE, que simplifican y agilizan el proceso, y la aparición de nuevas iniciativas en desarrollo, sugieren que el futuro es esperanzador. De cara a 2030, será interesante observar cómo evoluciona este paisaje y qué nuevas soluciones e innovaciones pueden surgir para superar los desafíos actuales. Para avanzar, se propone reforzar la educación y la formación en ESG, desarrollar y adoptar estándares y métricas uniformes, y fomentar la transparencia y la colaboración entre todas las partes interesadas.

La integración de los criterios ESG en el VC no es simplemente una opción, sino una necesidad vital en el actual panorama global. A pesar de los desafíos, la industria del VC tiene la capacidad para promover un cambio significativo, impulsando una economía más sostenible y equitativa. Mediante la financiación de *startups* y empresas innovadoras, los fondos de VC pueden orientar el rumbo de las industrias emergentes. La adopción correcta de los criterios ESG asegura que estas inversiones generen soluciones a los problemas más urgentes, como el cambio climático y la inequidad social y económica.

Esta es una invitación a los gestores de fondos de VC para convertirse en actores clave en la creación de un futuro más sostenible y justo. No se trata solo de mitigar riesgos y satisfacer la demanda creciente de los inversores, sino de tomar la decisión consciente de liderar el camino hacia un futuro más próspero. La adopción de prácticas de inversión responsables y la integración efectiva de los criterios ESG son esenciales para la sostenibilidad a largo plazo de las inversiones en VC y para contribuir a un futuro equitativo. La industria del VC puede, al colocar los criterios ESG en el centro de su actividad, desempeñar un papel crucial en la construcción de un futuro que beneficie a todos.

7.2 Limitaciones de la investigación y futuras líneas de investigación:

Aunque hemos analizado y debatido una variedad de estrategias y recomendaciones para la integración de los criterios ESG en el *venture capital*, es esencial reconocer que la efectividad de dichas estrategias puede fluctuar considerablemente dependiendo de las circunstancias propias de cada fondo de VC. Elementos contextuales, como la jurisdicción

en la que operan, el tamaño del fondo, la etapa de inversión en la que se centran, y el sector de inversión, pueden tener un impacto notable en cómo se adoptan y ponen en práctica los lineamientos de ESG. Estos factores contribuyen a la singularidad de cada situación y es crucial tenerlos en cuenta para comprender la aplicabilidad de las estrategias y la forma en que pueden ser implementadas con éxito.

También es crucial considerar que el campo de la inversión sostenible está en constante y rápida evolución. Los métodos y estrategias que se consideran efectivos en la actualidad pueden verse rápidamente desfasados o modificados por nuevos descubrimientos, avances tecnológicos, cambios regulatorios y oscilaciones en las actitudes y expectativas sociales. En consecuencia, cualquier investigación en este campo debe verse como un reflejo del estado de las cosas en un punto específico en el tiempo, y se debe esperar y prepararse para los cambios.

Por último, es importante mencionar que en este estudio solo hemos sido capaces de analizar las iniciativas ESG que han alcanzado un cierto nivel de madurez y relevancia en el campo del *venture capital*. No obstante, existen muchas más iniciativas emergentes que están en etapas muy iniciales de desarrollo y que no se han incluido en este análisis debido a su tamaño o falta de datos suficientes. Son proyectos prometedores, pero todavía están en una fase muy incipiente y carecen del apoyo, financiación o estructura necesaria para ser incluidos en una evaluación más amplia. Es probable que algunas de estas iniciativas incipientes tengan un impacto significativo en el futuro y se conviertan en áreas de investigación valiosas. Sin embargo, hasta que no maduren y se consoliden más, será difícil evaluar su verdadero impacto y eficacia.

Las futuras líneas de investigación en torno a la integración de los criterios ESG en el VC ofrecen una serie de rutas potencialmente reveladoras. Entre las posibilidades, estaría la realización de estudios de caso detallados sobre fondos de VC específicos que han integrado con éxito los criterios ESG en sus prácticas de inversión. Este tipo de análisis detallado proporcionaría una visión más profunda de las estrategias y tácticas eficaces, permitiendo una comprensión más profunda de los mecanismos exitosos y las posibles barreras.

Además, resultaría enriquecedor extender la lente de la investigación para examinar cómo se pueden aplicar y adaptar los criterios ESG a otros tipos de inversión, como la inversión

en bonos y la inversión en *private equity*. El campo de la inversión sostenible es vasto y diverso, y es probable que haya lecciones valiosas que se puedan aprender y aplicar entre diferentes tipos de inversión.

Un área que merece un mayor escrutinio es el papel de las regulaciones y políticas gubernamentales en la promoción de los criterios ESG. La investigación podría centrarse en cómo estos instrumentos pueden ser diseñados y utilizados de manera efectiva para incentivar la adopción de los criterios ESG, o, por el contrario, cómo pueden crear obstáculos.

Por otro lado, el desarrollo y la validación de métricas de impacto ESG específicas para el capital de riesgo constituiría un paso importante hacia adelante. La disponibilidad de tales métricas permitiría cuantificar y comparar de manera efectiva el rendimiento de los fondos de VC en términos de sostenibilidad y responsabilidad social y ambiental.

Además de todas estas líneas, el análisis en profundidad de las iniciativas ESG emergentes y su evolución también debería ser un aspecto clave de las futuras investigaciones. A medida que estas iniciativas inmaduras evolucionen y maduren, podrán ofrecer nuevas perspectivas y abordajes en la integración de criterios ESG en el VC, enriqueciendo aún más este campo de estudio.

8 Bibliografía:

Alakent, E., Goktan, M. S., & Khoury, T. A. (2020). Is venture capital socially responsible? Exploring the imprinting effect of VC funding on CSR practices. *Journal of Business Venturing*, 35(3), 106005.

Andrae, A. S. (2020). *Life-cycle assessment of consumer electronics: a review of methodological approaches*. *IEEE Consumer Electronics Magazine*, 9(3), 28-36.

Berg, F., Kölbl, J., & Rigobon, R. (2022). *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*. *Management Science*.

Bertolotti, A., Fancy, T., Mateus y Largo, I., Pellegrini, G., Schulten, A., & Smith, J. (2019). *Sustainability: The future of investing*. Blackrock Investment Institute, Global insights.

Bocken, N. M. (2015). Sustainable venture capital–catalyst for sustainable start-up success? *Journal of cleaner production*, 108, 647-658.

Botsari, A., & Lang, F. (2020). *ESG considerations in venture capital and business angel investment decisions: Evidence from two pan-European surveys* (EIF Working Paper No. 2020/63). European Investment Fund.

Brest, P., & Born, K. (2021). *Measuring the Impact of Impact Investing*. *Stanford Social Innovation Review*.

Carney, M. (2015). *Breaking the tragedy of the horizon: climate change and financial stability*. Speech given at Lloyd's of London, London, 29 September 2015.

Chatzitheodorou, K., Skouloudis, A., Evangelinos, K., & Nikolaou, I. (2019). *Exploring socially responsible investment perspectives: A literature mapping and an investor classification*. *Sustainable production and consumption*, 19, 117-129.

Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). *From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance*. Available at SSRN 2508281.

Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, organizations and society*, 33(4-5), 303-327.

CDC & FMO. (2020). *Responsible Venture Capital: Integrating Environmental and Social Approaches in Early-Stage Investing*. Recuperado de: <https://assets.cdcgroup.com/wp-content/uploads/2020/01/16092500/Responsible-Venture-Capital.pdf>

Cohen, Y. (2021). *Who cares, wins: ESG standards are taking over the investment sphere*. The New Times - Rwanda's Leading Daily. Recuperado de: <https://www.newtimes.co.rw/business/who-cares-wins-esg-standards-are-taking-over-investment-sphere>.

Cumming, D., Fleming, G., & Schwienbacher, A. (2006). Legality and venture capital exits. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 214-245.

Delmas, M. y Cuerel Burbano, V. (2011). *The Drivers of Greenwashing*. Recuperado de: <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1525/cmr.2011.54.1.64>.

Deloitte. (2021). *Diversity in venture capital*. Deloitte Insights.

FEM. (2021). *Informe sobre Riesgos Mundiales 2021*. Foro Económico Mundial.

Follér, A. (2022). *The mainstreaming of ESG in private equity*. Principles for Responsible Investment. Recuperado de <https://www.unpri.org/pri-blog/the-mainstreaming-of-esg-in-private-equity/9451.article>.

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.

Geczy, C., Jeffers, J., Musto, D. K., & Tucker, A. (2021). Contracts with (Social) Benefits: The Implementation of Impact Investing. *The Journal of Law and Economics*, 64(1), 151-186.

Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of economic perspectives*, 15(2), 145-168.

Harrison, R. T., & Mason, C. M. (2019). *Venture Capital 20 years on: reflections on the evolution of a field*. *Venture Capital*, 21(1), 1-34.

KFW Capital & BCG. (2021). *Growing the Seeds of ESG: Venture Capital, Startups and the Need for Sustainability*.

Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). *Corporate sustainability: First evidence on materiality*. *The accounting review*, 91(6), 1697-1724.

Konen, M. (2021). *Esg in venture capital: an in depth look at the performance of sustainable vc investments*. Diss. 2021.

Krause, P., & Tolaymat, T. (2018). *Quantification of energy and carbon costs for mining cryptocurrencies*. *Nature Sustainability*, 1(11), 711-718.

Lenhard, J. (2022). *ESG de-bubbling? How moving towards ESG for venture capital investors impacts skyrocketing valuations*.

Lenhard, M., & Lutz, E. (2022). *ESG measurement and reporting: a survey of 50 industrial companies*. Global Reporting Initiative and Sustainability Accounting Standards Board.

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

Meles, A. (2021). *Venture capital and responsible investing: progress, problems and perspectives*. *En The Evolution of Sustainable Investments and Finance* (pp. 211-249). Palgrave Macmillan, Cham.

Neilan, T., Thompson, S., & Christensen, A. (2020). *ESG measurement and reporting: a survey of 50 industrial companies*. Global Reporting Initiative and Sustainability Accounting Standards Board.

Perttunen, K. (2021). *Turning ESG commitments into value creating activities in venture capital*. Aalto U.

PwC. (2021). Global Private Equity Responsible Investment Survey 2021 - *Private equity's ESG journey: From compliance to value creation*. PwC Global Private Equity. Recuperado de <https://www.pwc.com/gx/en/private-equity/private-equity-survey/pwc-pe-survey-2021.pdf>.

PwC. (2022). *El capital riesgo ya incorpora los criterios ESG como un factor relevante en sus decisiones de inversión*. Recuperado de <https://www.pwc.es/es/sala-prensa/notas-prensa/2021/capital-riesgo-criterios-esg-decisiones-inversion.html>.

RPS Group. (2022). *ESG considerations during fundraising*. Recuperado de <https://www.rpsgroup.com/services/advisory-and-management-consulting/due-diligence/expertise/esg-considerations-during-fundraising/>.

Randjelovic, J., O'Rourke, A. R., & Orsato, R. J. (2003). *The emergence of green venture capital*. *Business strategy and the environment*, 12(4), 240-253.

Rodríguez Canfranc, M., 2020. *Qué significa invertir en capital riesgo*. BBVA. Disponible en: <https://www.bbva.com/es/que-significa-invertir-en-capital-riesgo/>.

Sparkes, R., & Cowton, C. J. (2004). The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, 52, 45-57.

Strömberg, P. (2008). *The new demography of private equity*. The global impact of private equity report, 1, 3-26.

UNPRI. (2022). *Diversity, equity, and inclusion in the investment chain*. United Nations-supported Principles for Responsible Investment.

UNPRI Paper. *Responsible investment in venture capital*. Recuperado de <https://www.unpri.org/download?ac=15607>.

Wright, A., Nyberg, D., & Grant, D. (2021). *Climate change, net zero and the litany of feasible futures*. *Energy Research & Social Science*, 79, 102161.

Zhang, Y., & Yang, K.–UC Davis. (sin fecha). *Discussion of Impact Investing and Venture Capital Industry: Experimental Evidence*.