



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales ICADE

EL IMPACTO DEL ESG EN LA INDUSTRIA ESPAÑOLA DEL PRIVATE EQUITY

Clave: 202018466

Autor/a: Sol García Domic

Director/a: Pablo Blanco Juárez

RESUMEN

La creciente sensibilización y preocupación respecto a los problemas medioambientales, sociales y gubernamentales, consolidados bajo el término ESG, ha desencadenado un movimiento universal protagonizado por empresas de diversos tamaños, gobiernos y la población mundial en general. Se trata de un compromiso por la conservación del planeta, la búsqueda de una sociedad igualitaria y la aspiración a lograr justicia en todos los ámbitos empresariales, impulsado fundamentalmente por las numerosas iniciativas y movimientos de acción (Cumbre de París, Agenda 2030 y los ODS) y las crisis mundiales (catástrofes naturales, Covid-19) que han tenido lugar a lo largo de las últimas décadas.

Los gobiernos, las empresas privadas y públicas de todas las industrias están viendo cómo el ESG está tomando un papel fundamental en el día a día de sus decisiones. En este sentido, lo mismo ha ocurrido con las gestoras de *Private Equity*, las cuales han visto como la integración del ESG a su modelo de negocio se ha convertido en algo imprescindible para continuar siendo competitivas en el largo plazo.

El presente trabajo de fin de grado analiza la integración del ESG en el ámbito del *Private Equity* en España, sector que se encuentra en pleno auge en la actualidad. Desarrolla cómo, además de la demanda de los inversores y la creación de valor y mitigación de riesgos, el cambio normativo a nivel europeo en materia de sostenibilidad se trata del principal motor que impulsa la integración del ESG, un proyecto que aún está en proceso de reforzarse y desarrollarse plenamente. Además, detalla la manera en la cual se está produciendo su integración al modelo de negocio del *Private Equity*, tanto en lo que respecta al ciclo de inversión (preinversión, propiedad y desinversión) como al ámbito de gestión interno y a la recaudación de fondos.

PALABRAS CLAVE: ESG, Capital Riesgo, Inversión Responsable, Objetivos de Desarrollo Sostenible, Agenda 2030, sostenibilidad, *middle market*.

ABSTRACT

The growing awareness and concern regarding environmental, social and governmental issues, consolidated under the term ESG, has triggered a worldwide movement among companies of various sizes, governments and the entire world's population. It involves a commitment towards the preservation of the planet, the pursuit of an egalitarian society and the desire for justice in all areas of business, driven primarily by the numerous initiatives and action movements (Paris Summit, Agenda 2030 and the SDGs) and global shocks (natural disasters, Covid-19) that have taken place over the past decades.

Governments, private and public companies across all industries are experiencing how ESG is taking a critical role in their day-to-day decisions. In this sense, the same has occurred with Private Equity firms, which have seen how the integration of ESG into their business model has become essential in order to remain competitive in the long term.

This dissertation analyses the integration of ESG in the field of Private Equity in Spain, a sector that is currently experiencing a strong expansion. It develops how, in addition to investor demand and the creation of value and risk mitigation, regulatory changes at the European level in the field of sustainability is the main driving force behind ESG integration, a project that is still in the process of being strengthened and fully developed. It also details the way in which ESG integration is taking place in the Private Equity business model, regarding both the investment cycle (pre-investment, ownership and divestment) and the internal management and fundraising environment.

KEY WORDS: ESG, Private Equity, Responsible Investing, Sustainable Development Goals, 2030 Agenda, sustainability, middle market.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN	5
1.1. PROPÓSITO DEL TRABAJO.....	5
1.2. JUSTIFICACIÓN.....	5
1.3. OBJETIVOS PERSEGUIDOS.....	7
1.4. METODOLOGÍA.....	7
1.5. ESTRUCTURA DEL TRABAJO	8
2. LA INDUSTRIA DEL PRIVATE EQUITY	10
2.1. ¿QUÉ ES EL PRIVATE EQUITY?	10
2.2. NATURALEZA DE LAS INVERSIONES	11
2.3. EL PRIVATE EQUITY COMO ALTERNATIVA DE INVERSIÓN	14
2.4. EL PRIVATE EQUITY EN ESPAÑA.....	17
3. LOS CRITERIOS ESG	23
3.1. ¿QUÉ SON LOS CRITERIOS ESG?.....	23
3.2. HISTORIA DEL ESG HASTA HOY	24
4. EL ESG EN LA INDUSTRIA DEL PRIVATE EQUITY	28
4.1. PRINCIPALES MOTORES DE LA INVERSIÓN RESPONSABLE.....	29
4.1.1. CAMBIO REGULATORIO EN MATERIA DE SOSTENIBILIDAD	30
4.1.2. DEMANDA DE LOS INVERSORES	35
4.1.3. CREACIÓN DE VALOR Y MITIGACIÓN DE RIESGOS.....	39
4.2. INTEGRACIÓN AL MODELO DE NEGOCIO DEL PRIVATE EQUITY.....	40
4.2.1. GESTIÓN INTERNA DEL PRIVATE EQUITY.....	40
4.2.2. LEVANTAMIENTO DE FONDOS	42
4.2.3. CICLO DE INVERSIÓN	44
5. CONCLUSIONES Y MIRADA HACIA EL FUTURO	50
6. CONTRIBUCIONES	54
7. LIMITACIONES	55
8. FUTURAS LINEAS DE INVESTIGACIÓN	56
9. BIBLIOGRAFÍA	57

ÍNDICE DE FIGURAS

Gráfico I: Procedencia de nuevos recursos para las entidades de PE y VC españolas según el tipo de inversor (LP) en 2020.....	15
Gráfico II: Evolución del volumen de inversión por tipo de entidad de <i>Private Equity</i> y <i>Venture Capital</i>	18
Gráfico III: Evolución del volumen de inversión en <i>middle market</i> por tipo de entidad de <i>Private Equity</i>	20
Gráfico IV: Futuro de la asignación de capital por parte de los limited partners a fondos que incorporen los criterios ESG.....	38
Gráfico V: Materialidad del ESG – creación de valor y mitigación de riesgos.....	39
Tabla I: Principales gestoras de <i>Private Equity</i> españolas.....	21
Tabla II: Indicadores clave de Miura Partners en materia de ESG.....	47

1. INTRODUCCIÓN

1.1. PROPÓSITO DEL TRABAJO

El presente trabajo de fin de grado tiene como propósito realizar un análisis exhaustivo de la industria del *Private Equity* en España y su integración con los criterios ESG como palanca de la inversión responsable. La intención es entender cómo está evolucionando el sector respecto a las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo. En concreto, se pretende analizar su incorporación al ámbito de gestión de las firmas nacionales de *Private Equity*, su vinculación con la demanda y las preferencias de los inversores (como elemento clave en la captación de capital para los fondos) y su integración a lo largo de todas las fases que componen la estrategia de inversión (preinversión, propiedad y desinversión).

1.2. JUSTIFICACIÓN

Las cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG, por sus siglas en inglés *Environmental, Social and Governance*) están pasando de tener un papel filantrópico y de cumplimiento normativo a convertirse en uno de los principales factores que más influyen en la rentabilidad de las inversiones y en el acceso a financiación. Tal y como mencionan PwC y ASCRI en su “Guía de inversión responsable para el sector del *Private Equity* y *Venture Capital* en España” (2021), existen elementos fundamentales como “la creciente regulación en Europa en el ámbito de las finanzas sostenibles, la mayor sensibilización hacia aquellos aspectos que superan a los puramente económicos y, los grandes retos a los que se enfrentan las organizaciones (mayor transparencia, implicación de los accionistas, cambio climático, riesgos en la cadena de valor, economía circular, Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), etc.), que han hecho que la comunidad financiera refuerce en los últimos años su compromiso con la sostenibilidad”.

Por otro lado, la industria del *Private Equity* en España se encuentra en pleno auge, así como también la del Capital Privado¹ en su conjunto. Si bien es cierto que no se acerca a las cifras de inversión de otros países europeos como Reino Unido, Alemania y Francia;

¹ La Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión, ASCRI, incluye bajo el concepto de Capital Privado tanto el *Private Equity* como el *Venture Capital*.

a lo largo de los últimos años ha ido ganando protagonismo dentro de las alternativas de inversión y financiación del país. Entre 2014 y 2019, la tasa de crecimiento compuesta anual del volumen de inversión se situó en un 25,44%, habiendo alcanzado un máximo histórico de 8.526 millones de euros invertidos en Capital Privado en 2019. Según el último informe de 2021 de la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión, ASCRI, en 2020 se alcanzó el “récord histórico en número de inversiones realizadas en España de las gestoras de *Private Equity* y *Venture Capital* (con un total de 838 inversiones cerradas)” y, a pesar de la situación marcada por la crisis sanitaria del coronavirus, “se invirtieron un total de 6.257 millones de euros en empresas españolas”.

Además, las perspectivas sobre el futuro de la industria son optimistas. Según Alberto Bermejo, socio de Magnum Industrial Partners, “la previsión para 2022 es que el número de operaciones seguirá siendo muy robusto; gracias a la captación de nuevos recursos por parte de los fondos nacionales y el interés de los inversores internacionales en seguir apostando por empresas españolas”. Esta opinión la comparte Javier Loizaga, Chairman de Moira Capital, el cual afirma que “el capital privado camina hacia una consolidación como elemento esencial en los *portfolios* de los inversores institucionales y de los family offices” (como se citó en Casado, 2021).

Por lo tanto, resulta relevante comprender de qué manera se está produciendo la cohesión entre la industria, la cual se encuentra en pleno auge y consolidación, y los elementos ambientales, sociales y de gobierno corporativo del ESG. Tal y como se mencionaba anteriormente, es evidente que estos aspectos están tomando cada vez más relevancia en el sector y que existen numerosos motores que están empujando a las gestoras de *Private Equity* a introducir los criterios como parte no solo de su estrategia de inversión, sino que también de su propia gestión. En un futuro próximo la incorporación del ESG será imprescindible para todas las fases del proceso de un *Private Equity*; desde el levantamiento de fondos y la búsqueda de inversiones, durante la selección de las empresas (periodo de preinversión) y seguimiento de las participadas, hasta finalmente la salida de la gestora (desinversión). Resulta de gran interés comprender cómo se está produciendo esta integración y qué efecto está teniendo sobre las gestoras y todos los agentes vinculados a la industria.

1.3. OBJETIVOS PERSEGUIDOS

Bajo el propósito de realizar un análisis exhaustivo de la industria del *Private Equity* en España y su integración con los criterios ESG como promotores de la inversión responsable, el cual se mencionaba al principio del presente trabajo, se encuentran una serie de objetivos específicos.

En concreto, se buscan alcanzar los siguientes objetivos:

- a) Estudiar la evolución del sector del *Private Equity* en España en paralelo a la evolución del papel del ESG
- b) Determinar cuáles son los principales motores que impulsan la incorporación del ESG al ámbito del *Private Equity*
- c) Comprender cómo se integra el ESG al ámbito de gestión de las gestoras
- d) Analizar cómo se produce su incorporación a todas las fases de la estrategia de inversión de las gestoras de *Private Equity*, desde la etapa de fundraising hasta el periodo de inversión, retención y desinversión

1.4. METODOLOGÍA

En coherencia con el orden de los objetivos que se pretenden conseguir a partir del presente trabajo, el enfoque que se ha tomado para realizar la investigación es un enfoque deductivo, una forma jerárquica de razonamiento en la que se parte de la definición de los conceptos básicos para después poder establecer interrelaciones y conclusiones a partir de ellos.

La metodología de investigación que predomina en la elaboración del presente trabajo es el análisis cualitativo. Si bien es cierto que existe un análisis cuantitativo en el apartado que corresponde al estudio de la evolución de la industria del *Private Equity* en España, el resto del trabajo se caracteriza por la investigación del tema en base a datos narrativos.

Específicamente, se ha recurrido a dos tipos de fuentes a la hora de realizar el trabajo de investigación.

Por un lado, el presente estudio se ha basado fundamentalmente en el análisis de fuentes de información secundaria. Se ha recurrido a diversas fuentes entre las que predominan principalmente: informes de empresas de consultoría como PwC y KPMG, informes de las Naciones Unidas y de asociaciones del sector del *Private Equity*, como es por ejemplo ASCRI, artículos de prensa, literatura académica y páginas oficiales e informes de gestoras de *Private Equity* españolas.

Por otro lado, se ha podido recurrir a fuentes de información primaria que han sido de gran importancia de cara a complementar, matizar y verificar la información extraída a través de las fuentes de información secundaria. Concretamente, se han realizado dos entrevistas personales: una a Celia Andreu, Partner y Directora de Sostenibilidad de MCH, y otra a David Santos, Partner de Alantra Private Equity. Se trata de profesionales con un papel muy relevante en la industria del *Private Equity* español que han contribuido a la investigación aportando sus conocimientos y visión respecto al sector. Las entrevistas han tenido una estructura semiestructurada en donde en ambas se ha podido recabar información primaria sobre la industria del *Private Equity* en España, su evolución respecto a las cuestiones ESG y la integración de estas cuestiones en su ámbito de trabajo diario.

1.5. ESTRUCTURA DEL TRABAJO

El presente trabajo está estructurado en tres partes diferenciadas que forman parte del propio estudio del tema en cuestión. No obstante, con anterioridad a este estudio, se puede diferenciar un apartado anterior, que se trata del presente apartado en el cual se ha expuesto el propósito detrás del trabajo, la justificación y contextualización respecto al tema. Además, se han desarrollado los principales objetivos que se pretenden alcanzar y la metodología empleada.

En lo que respecta al estudio del tema de investigación, en primer lugar, se realiza una introducción a la industria del *Private Equity*. En este apartado se da una descripción

detallada de lo que se entiende por *Private Equity* y se da una contextualización sobre cómo funciona la industria y en qué segmentos se divide, quiénes son los principales agentes vinculados a ésta y cómo ha sido la evolución hasta hoy del sector en España. Seguidamente, el segundo apartado está relacionado con el ESG. En éste se da una explicación del término y sobre todo se hace hincapié en comprender los antecedentes al término, para ser capaces de entender cuál es la historia detrás de esta tendencia tan comúnmente conocida hoy en día.

Finalmente, el tercer apartado corresponde al verdadero análisis en donde se estudia la relación directa entre la industria del *Private Equity* española y el ESG. Se estudia la evolución del sector respecto a la incorporación de los criterios ESG, analizando los principales motores como la regulación, la demanda de los inversores, la creación de valor y mitigación de riesgos, los cuales han promovido su integración al sector en las últimas décadas. Además, se estudia la incorporación del ESG al modelo de negocio de las gestoras de *Private Equity*, desde la recaudación de fondos hasta a lo largo de todo el ciclo de inversión, y también a la gestión interna de la propia gestora.

Por último, a raíz de estos tres apartados fundamentales, al final del trabajo se presentan las principales conclusiones extraídas a partir del estudio. Además, se plantean las principales contribuciones que aporta el estudio, sus limitaciones y las futuras líneas de investigación.

2. LA INDUSTRIA DEL PRIVATE EQUITY

2.1. ¿QUÉ ES EL PRIVATE EQUITY?

El *Private Equity*, denominado en castellano como Capital Riesgo, es una alternativa de inversión profesional que consiste en la captación de fondos con la intención de tomar participación en compañías durante un periodo de tiempo determinado. Como bien explica la asociación de capital privado *Invest Europe* (nd), “el objetivo del *Private Equity* consiste en realizar inversiones a medio / largo plazo en pequeñas, medianas y grandes empresas con el objetivo de hacerlas crecer y ser más rentables”, así como obtener retornos como compensación al capital aportado por los inversores.

Para poder entender el funcionamiento de la industria del *Private Equity*, ésta se puede dividir en base a dos aspectos fundamentales: el *Private Equity* como alternativa de inversión y, por otro lado, como fuente de financiación.

En primer lugar, se trata de una alternativa de inversión que se ha ido volviendo cada vez más atractiva a lo largo de los años. Los gestores de *Private Equity* levantan fondos cerrados a partir del capital aportado por diversos tipos de inversores (entre los cuales se encuentran particulares con grandes patrimonios, inversores institucionales, fondos de pensiones, aseguradoras y fondos soberanos). Estos fondos suelen tener una duración de diez años y a través de estos vehículos de inversión, el *Private Equity* invierte en aquellas compañías donde ven una oportunidad. Se trata de una inversión atractiva para los agentes que aportan el capital por diversas razones: el foco en el medio y largo plazo, la descorrelación con la inversión en activos tradicionales y por último la búsqueda de rentabilidad atractiva dada la situación actual de tipos de interés bajos.

Por otro lado, el *Private Equity* tiene como objetivo fundamental actuar como fuente de financiación para compañías no cotizadas que buscan crecer y mejorar sus retornos. Se trata de un método de financiación alternativo a una emisión de deuda o una salida a bolsa. El valor añadido que aporta la entrada del *Private Equity* es que no solo se da una entrada de capital para poder potenciar su crecimiento, sino que también se produce una entrada de conocimientos y capacidades que aportarán los gestores, involucrándose activamente en el negocio para contribuir a su desarrollo. En efecto, según ASCRI, “la

inyección de capital se complementa con un fuerte apoyo en el desarrollo de la empresa (...) Aportan la experiencia de sus equipos: (1) ofreciendo asesoramiento estratégico, (2) generando credibilidad ante terceros, (3) ayudando a la profesionalización de los equipos directivos, (4) ofreciendo enfoques de negocio exógenos y (5) trasladando *best practices* de otros sectores” (ASCRI, 2022). Así pues, se trata de una oportunidad verdaderamente atractiva para aquellas compañías que buscan crecer y ser más competitivas dentro del mercado actual.

Cabe mencionar que pasado el periodo de inversión del fondo de *Private Equity* en una compañía determinada, que suele ser después de alrededor de cinco años, éste buscará desinvertir a través de diversas opciones como por ejemplo una salida a bolsa de la compañía (IPO) o la venta a otra entidad. En esta salida el *Private Equity* buscará maximizar la valoración de la compañía para obtener los mayores retornos de cara a los accionistas del fondo.

2.2. NATURALEZA DE LAS INVERSIONES

En España, el *Private Equity* o Capital Riesgo, forma parte de una industria más global denominada como Capital Privado, la cual incluye no solo las inversiones de *Private Equity*, sino que también las de *Venture Capital*. Así lo define ASCRI, quienes clasifican las inversiones de Capital Privado según la fase de desarrollo empresarial en la que se encuentra la compañía. Concretamente, podemos diferenciar las inversiones en los siguientes grupos² (ASCRI, 2022).

En primer lugar, encontramos las inversiones enfocadas en empresas emergentes que están en fases preliminares y pleno auge de innovación y creación. Éstas se encuentran dentro del grupo de inversiones de *Venture Capital*, aunque en las fases más tempranas también son partícipes otros agentes en la contribución de capital. Si bien es cierto que el presente estudio se centra concretamente en la industria del *Private Equity*, resulta interesante explicar este grupo de inversiones en empresas emergentes dado que a lo largo

² La siguiente clasificación y descripción corresponde a la desarrollada por ASCRI en su página web oficial.

del estudio habrá análisis que las incluyan como parte del gran conjunto del Capital Privado. Así pues, se dividen en tres grupos principales:

- ◆ Capital Semilla o *Seed Capital*: inversión en compañías que están en pleno desarrollo inicial. Se trata de una aportación de capital con la intención de potenciar una idea de negocio, que aún no ha sido trasladada al mercado. Así pues, se trata de una inversión con un alto nivel de riesgo. Los inversores suelen ser principalmente los denominados “FFF” (por sus siglas en inglés *Family, Friends and Fools*; familia, amigos y locos), *business angels* (aquellos que no solo aportan financiación, sino que también se involucran en el negocio) y por último a través de financiación por *crowdfunding* o financiación colectiva.
- ◆ Capital de Arranque o *Start-up Capital*: inversión que busca el establecimiento y crecimiento de las compañías, una vez ya ha comenzado su actividad, pero cuando todavía no tienen beneficios ni EBITDA positivo. Sigue siendo una inversión de alto riesgo, dado que aún las empresas no están establecidas. No obstante, la rentabilidad de la inversión puede ser increíblemente alta si la compañía crece hasta convertirse en un unicornio³ del mercado. Se trata de inversiones protagonizadas principalmente por *Venture Capitals*, pioneros en las inversiones en empresas emergentes.
- ◆ Otras fases de desarrollo temprano: rondas de financiación denominadas como “*other early stage*” y “*late stage venture*”. Se trata de rondas donde el capital aportado proviene de *Venture Capitals* y están enfocadas en empresas emergentes que están en fases más avanzadas y ya invertidas.

En segundo lugar, dentro de la industria del Capital Privado se encuentra el *Private Equity*. Como bien se venía mencionando anteriormente, se trata de las operaciones que implican la financiación y por tanto participación en pequeñas, medianas y grandes empresas por parte de una gestora, con el objetivo de hacerlas crecer y ser más rentables. A diferencia del *Venture Capital*, el *Private Equity* tiene el foco en compañías en

³ Las empresas unicornio son aquellas que alcanzan una valoración de 1.000 millones de dólares.

crecimiento o ya consolidadas. Dentro del *Private Equity* también existen diferentes tipos de inversiones, entre las cuales se encuentran las siguientes:

- ◆ Capital Expansión o *Growth Capital*: financiación destinada a empresas que ya tienen beneficios, con el objetivo de potenciar su mayor crecimiento. Los fondos estarán destinados a la financiación de proyectos concretos como por ejemplo el desarrollo de nuevos productos o la entrada en nuevos mercados.
- ◆ Capital Sustitución o *Replacement*: entrada de la entidad de *Private Equity* que supone la salida de parte del accionariado. Se trata de una situación común que se produce en empresas familiares y sobre todo en situaciones de sucesión.
- ◆ Operaciones apalancadas o *Leverage Buyouts* (LBO): operación a través de la cual una gestora de *Private Equity* adquiere una participación mayoritaria de una compañía financiándose en gran medida con recursos ajenos (entre el 60% y el 90% de la financiación), y en menor medida con capital proveniente de fondos de la gestora (entre el 40% y el 10% de la financiación) (Kaplan y Stromberg, 2009). La gestora pasa a formar parte del accionariado de la compañía y toma el control durante un periodo de tiempo determinado. Durante este periodo, los recursos ajenos destinados a la financiación de la compra pasan a formar parte del balance de la compañía y con la actividad de la empresa y sus flujos de caja se busca repagar la deuda. Entre las operaciones más comunes de LBO se encuentran las siguientes: MBO (“*Management Buy-Out*”), MBI (“*Management Buy-In*”) y BIMBO (“*Buy-In Management Buy-Out*”). En estas operaciones el equipo directivo forma parte de la aportación de capital en la adquisición de la compañía, lo que supone una muestra de confianza y de compromiso hacia la empresa que está siendo comprada. Mientras que en una MBO los directivos adquirientes pertenecen ya a la compañía que ha sido comprada por el *Private Equity*, en una MBI los directivos adquirientes no pertenecen a la compañía adquirida. En una BIMBO hay tanto directivos que sí pertenecen como otros que no.
- ◆ Capital de reestructuración o *Turnaround*: inversión en compañías que necesitan recursos financieros dado que se encuentran en una situación difícil durante un

periodo prolongado de tiempo. La entrada de capital resulta imprescindible para que la compañía pueda implementar cambios para poder sobrevivir.

2.3. EL PRIVATE EQUITY COMO ALTERNATIVA DE INVERSIÓN

Como bien se venía mencionando anteriormente, el *Private Equity* se ha convertido en una alternativa verdaderamente atractiva para diversos tipos de inversores. De hecho, “los recursos disponibles para invertir por las gestoras de Capital Privado a nivel mundial han ido creciendo desde 2012, y a finales de 2020 alcanzaron la cifra récord próxima a los 2 billones de euros” (ASCRI, 2021).

Existen dos grupos de inversores dentro de la participación en un fondo de *Private Equity*. Tal y como lo desarrollan Balboa y Martí (2003), por un lado están los socios del fondo, también conocidos como “GPs” (“*general partners*”) y por otro lado se encuentran los socios limitados o “LPs” (“*limited partners*”).

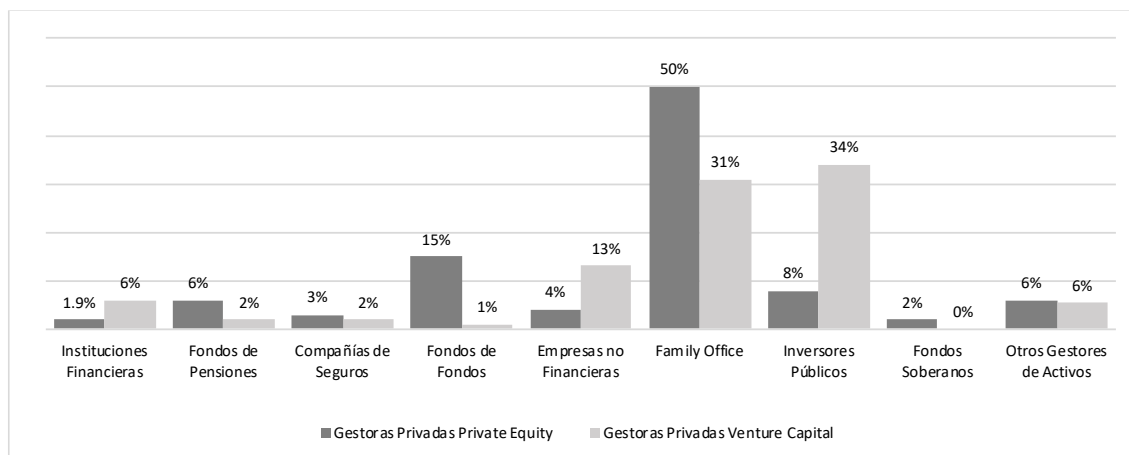
En primer lugar, los *general partners* son aquellos que participan activamente en la gestión del fondo. Forman parte de la gestora de *Private Equity* y tienen la responsabilidad de levantar fondos y seleccionar las compañías que se incluirán en la cartera de cada fondo. Son los responsables de garantizar el compromiso de capital por parte de los *limited partners* y tienen responsabilidad ilimitada, ya que, ante una situación de pérdidas, serán directamente responsables de las obligaciones que tenga el fondo. La retribución a su gestión y a la responsabilidad asumida es, generalmente, un 2% de comisión de gestión anual (“*management fees*”) y un 20% de comisión ligado al rendimiento del fondo y sus inversiones (“*carried interest*”) (Kaplan y Stromberg, 2009).

Por otro lado, los *limited partners* son los inversores que aportan capital y no tienen influencia en las decisiones de inversión. Tal y como su nombre indica, a diferencia de los *general partners*, tienen responsabilidad limitada únicamente a los fondos prometidos.

Entre los *limited partners* hay diferentes tipos de inversores. Según ASCRI, los más significativos son los siguientes: fondos de pensiones, instituciones financieras,

aseguradoras, family office, fondos de fondos, empresas no financieras, inversores públicos y otros gestores de activos. En el gráfico a continuación (Gráfico I) aparece representada la procedencia por tipo de inversor de los recursos para *Private Equity* y también para *Venture Capital* españoles durante el año 2020.

Gráfico I: Procedencia de nuevos recursos para las entidades de PE y VC españolas según el tipo de inversor (LP) en 2020



Fuente: elaboración propia a partir del Informe 2021 de ASCRI.

Como bien se puede observar en el gráfico, en la actualidad los *family office* son el principal inversor del total de fondos captados por entidades de Capital Privado españoles, seguido por el sector público y consecutivamente por los fondos de fondos. Concretamente, en lo que respecta al Capital Privado en su conjunto (PE y VC), en el año 2020 los *family office* contribuyeron al total de 2.134,5 millones de euros captados en 2020 (un aumento del 11% respecto al total de 2019) en un 43,2%, el sector público en un 17,8% y los fondos de fondos contribuyeron en un 10% (ASCRI, 2021).

En la actualidad, en España, el apoyo del sector público a la industria del Capital Privado es verdaderamente fundamental. A través de diferentes programas, donde destaca el fondo de fondos FOND – ICO Global gestionado por Axis/ICO y el Fondo Europeo de Inversiones (FEI), el sector público ha contribuido notablemente a la captación de fondos (ASCRI, 2021). Si bien es cierto que su contribución es verdaderamente positiva y necesaria, tal y como menciona Maite Ballester (*Managing Director* de Nexxus Iberia) “el reto es conseguir LPs que no solo sean entes públicos, sino que los grandes inversores

institucionales también apuesten por el producto. Los fondos de pensiones y aseguradoras de EE. UU. invierten el 10% de su cartera en *Private Equity*, en Europa alrededor del 5% y en España no llegamos al 1%” (como se citó en KPMG, 2021). Así pues, aunque la captación de fondos ha aumentado significativamente a lo largo de los años, todavía existe un amplio margen de oportunidades de inversión.

Finalmente, resulta importante desarrollar cuáles son las razones que hacen que la inversión en este tipo de activos alternativos resulte interesante para los *limited partners*. Como se introducía al inicio del presente capítulo, las principales razones por las cuales los inversores están viendo cada vez más atractivo a la inversión en Capital Privado es por su foco en el medio y largo plazo, su descorrelación con la inversión en activos tradicionales y su baja volatilidad en relación con los mercados de valores. Si bien es cierto que se trata de una alternativa de inversión caracterizada por su alto grado de iliquidez, esto no resulta un inconveniente dado el tipo de inversor que se interesa por el activo. “Es un capital paciente, que invierte a largo plazo, con el objetivo de transformar, de mejorar y de hacer mejores a buenas compañías”, explica José Luis Segimón, responsable de Inversiones en Mercados Privados en BBVA Asset Management. Los inversores apuestan por la estrategia de las gestoras de *Private Equity* y obtienen a cambio rentabilidades muy atractivas. De hecho, según Maite Ballesteros, “el *Private Equity* sigue dando retornos altos y se ha convertido en un *must have* si lo comparamos con la renta variable. Es un sector que ha demostrado que ya no es solo moda, las series históricas de rentabilidad están ahí” (como se citó en KPMG, 2021).

Además, cabe destacar que las características de mercado que han marcado la actualidad en los últimos años han contribuido al atractivo de este tipo de inversiones. La abundancia de liquidez y las ayudas por parte del BCE, el entorno de bajos tipos de interés, el bajo atractivo de la renta fija y la alta volatilidad que ha caracterizado al mercado de renta variable han contribuido a que el capital privado se posicione como un activo relevante en las carteras de los inversores.

2.4. EL PRIVATE EQUITY EN ESPAÑA

El *Private Equity*, tal y como se conoce en la actualidad, tiene una antigüedad en España de no más de 30 años. Sus orígenes se remontan a finales del siglo XX, cuando comenzó su actividad de acuerdo con el modelo ya establecido con anterioridad en la economía estadounidense. Allí había comenzado la actividad en la década de los 50 con la inversión de capital privado en compañías en fase inicial de gestación (*Venture Capital*), el establecimiento de un marco jurídico y normativo entre los años 70 y 80 y la creación de las primeras compañías privadas de *Venture Capital* y *Private Equity*, entre las cuales destacan como pioneras las firmas de *Private Equity* KKR y Thomas H. Lee Partners, líderes a nivel mundial en la actualidad (Guilanyà y Mazaira, 2016).

En España, la actividad del Capital Privado nació también ligada a la inversión en compañías en estados iniciales de gestación. Ocurrió en la década de los 80, donde fue la iniciativa pública quien se inició en el sector con la intención de impulsar la industrialización del país. Hasta la creación de un marco jurídico específico para las entidades de *Private Equity* en 1999, la actividad fue muy reducida y ligada principalmente a la inversión pública (Peña y Mañueco, 2018).

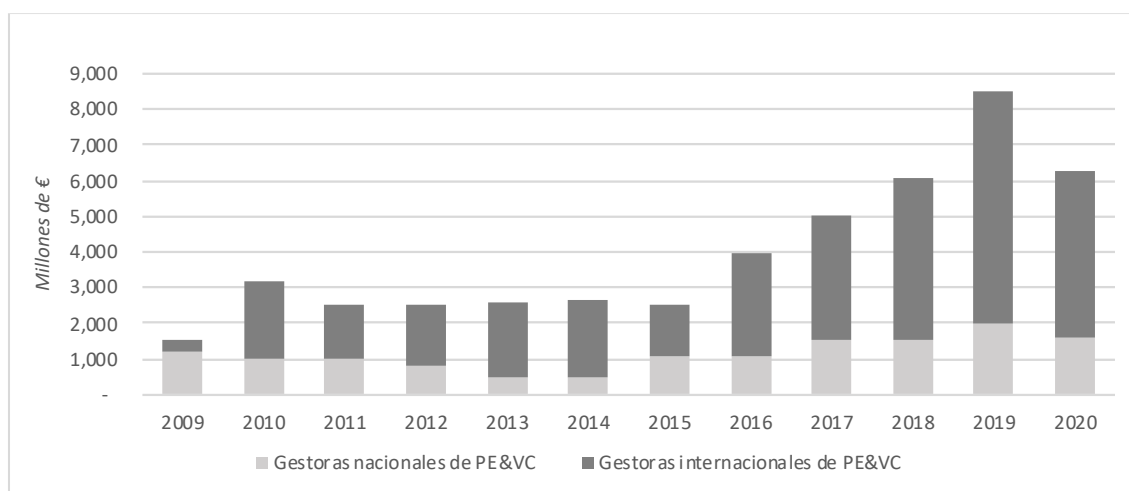
Con el inicio del nuevo siglo comenzó el crecimiento de la industria en el ámbito nacional. En torno a este periodo se produjo la creación de las mayores firmas de *Private Equity* de la actualidad a nivel nacional, entre las cuales se encuentran Alantra Private Equity (1995), MCH Private Equity (1998), Nazca Capital (2001), Aurica Capital (2001) y Magnum Industrial Partners (2006) entre otras. Sobre todo a partir de 2005 se produjo un crecimiento de la actividad inversora en lo que respecta a volúmenes de inversión, situándose los niveles de inversión anuales por encima de los 4.000 millones de euros (Peña y Mañueco, 2018). Este periodo estuvo caracterizado por el auge de las operaciones de adquisición fuertemente apalancadas (con múltiplos de compra por encima de las 6x EBITDA), en las que participaron grandes fondos de capital riesgo internacionales (Guilanyà y Mazaira, 2016).

Con la crisis financiera de 2008 la industria del *Private Equity* se vio frenada notablemente, reduciéndose su actividad tanto en cuanto a volúmenes como a número de

operaciones, hasta en torno al año 2014, donde se produjo ya una clara recuperación. Desde entonces y hasta 2019, el crecimiento de la industria ha sido exponencial. Ha evolucionado y se ha ido consolidando hasta alcanzar máximos históricos en 2019, donde la inversión de *Private Equity* y *Venture Capital* alcanzó los 8.526 millones de euros invertidos. En 2020, a pesar de la situación de crisis generada por el Covid-19, el sector consiguió el tercer mejor registro histórico con 6.275 millones de euros invertidos en empresas españolas (ASCRI, 2021).

El siguiente gráfico (Gráfico II) tiene como objetivo mostrar la evolución del volumen de inversión anual desde 2009 a 2020 en el sector de Capital Privado español según el tipo de entidad. Como se puede apreciar, el crecimiento del volumen total de inversión se aceleró sobre todo a partir del año 2014, con una tasa de crecimiento compuesta anual del 25,44% hasta 2019.

Gráfico II: Evolución del volumen de inversión por tipo de entidad de *Private Equity* y *Venture Capital*



Fuente: elaboración propia a partir del Informe 2021 de ASCRI.

Además, tal y como se puede observar en el gráfico, cabe destacar el importante papel de las gestoras internacionales en la expansión del sector del Capital Privado en España. Su presencia ha aumentado considerablemente gracias al atractivo del mercado nacional y las oportunidades de activos que presenta en sectores relevantes como salud, educación, tecnología, renovables o industria alimentaria (ASCRI, 2021).

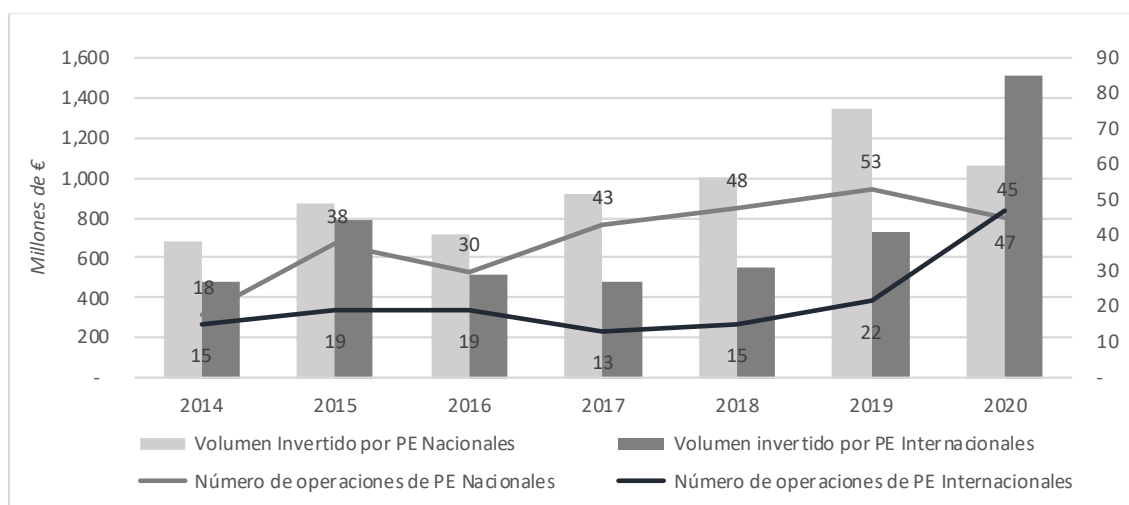
En el año 2020, los fondos internacionales representaron un 75% de la inversión total en España, con un volumen de inversión total de 4.701 millones de euros y un total de 192 inversiones. De estas inversiones, 8 fueron en *megadeals* (2.882 millones de euros invertidos), 47 en operaciones *middle market* (1.516 millones de euros invertidos) y 136 en operaciones de menos de 10 millones de euros (303 millones de euros invertidos) (ASCRI, 2021).

Esto resulta verdaderamente interesante por diversas razones. En primer lugar, resalta que los fondos internacionales son los líderes en el *large market* español (operaciones superiores a 100 millones de euros de capital invertido) y que su peso respecto al volumen total de inversión en el sector de Capital Privado es verdaderamente significativo, representado 8 operaciones el 46% de los 6.275 millones de euros invertidos en 2020. En este sentido, demuestra la magnitud de los fondos que gestionan, lo que les permite realizar inversiones de tamaños mayores a la media. En segundo lugar, también es llamativo el interés de las gestoras internacionales por el *middle market*. Según el último informe de ASCRI, han aumentado su actividad en este tipo de operaciones hasta niveles nunca registrados en España (+108% en volúmenes invertidos respecto a 2019) con la intención de no centrarse únicamente en el *large market* y buscar otras oportunidades. Por último, también resalta su creciente interés por el *Venture Capital*, fase en la que hasta hace poco prácticamente no habían invertido (ASCRI, 2021).

Por otro lado, en lo que respecta a las gestoras de *Private Equity* nacionales, éstas son las que tradicionalmente han liderado sin ninguna duda las inversiones en el *middle market*. En 2020 estas operaciones registraron máximos históricos por segundo año consecutivo, tanto en volumen como en número de inversiones. Se invirtió un volumen total de 2.581 millones de euros en un total de 92 inversiones; 1.516 millones de euros viniendo de gestoras internacionales y 1.065 millones de euros de gestoras nacionales (ASCRI, 2021).

El siguiente gráfico (Gráfico III) muestra la evolución de la inversión en el *middle market* español desde 2009 a 2020, diferenciando entre las inversiones de gestoras internacionales y nacionales.

Gráfico III: Evolución del volumen de inversión en *middle market* por tipo de entidad de *Private Equity*



Fuente: elaboración propia a partir de los Informes de 2014 a 2021 de ASCRI.

Tal y como se puede observar en el gráfico, 2020 fue el primer año en el cual el volumen de inversión de las gestoras internacionales superó al de las nacionales, dado su creciente interés por el sector y su intención de descentralizar sus inversiones de únicamente aquellas de gran tamaño. No obstante, desde que el sector comenzó su crecimiento exponencial en 2014, el *middle market* ha estado claramente protagonizado por las gestoras nacionales. Se ha tratado de un segmento muy atractivo donde las gestoras se han centrado en seguir estrategias principalmente de *growth* y de LBO, contribuyendo notablemente al crecimiento de las compañías españolas de tamaño mediano, con 275 inversiones realizadas entre 2014 y 2020. Desde el punto de vista sectorial, las operaciones de *middle market* han estado principalmente enfocadas en las siguientes industrias: productos de consumo, informática, productos y servicios industriales, servicios financieros, salud y por último energía y recursos naturales (ASCRI, 2021).

En este sentido, resulta interesante resaltar cuáles son las principales gestoras nacionales que participan en la industria del *Private Equity* en España, dado el papel significativo que tienen sobre todo en lo que respecta al *middle market* español. En la siguiente tabla⁴

⁴ La tabla contiene un resumen de las principales gestoras españolas, pero no se trata del universo completo de gestoras de *Private Equity* que existen en España en la actualidad, sino que se ha hecho una selección.

se busca mostrar un resumen de las principales gestoras de *Private Equity* del ámbito nacional y sus principales características.

Tabla I: Principales gestoras de *Private Equity* españolas

Private Equity	Año de fundación	Número de profesionales	Fondos bajo gestión	Inversiones desde su fundación	Participadas en cartera actualmente
Corpfin Capital	1990	20 profesionales	-	51 inversiones	12 participadas
Alantra Private Equity	1995	> 9 profesionales basados en Madrid	>€500m	-	15 participadas
GED Iberian Private Equity	1996	38 profesionales	€900m	28 inversiones	10 participadas
MCH Private Equity	1998	30 profesionales	€850m	> 40 inversiones	21 participadas
Nazca Capital	2001	34 profesionales	>€500m	81 inversiones	14 participadas
Aurica Capital	2001	11 profesionales	> €200m	> 27 inversiones	8 participadas
Magnum Capital Industrial Partners	2006	16 profesionales	-	23 inversiones	10 participadas
Realza Capital	2006	12 profesionales	> €300m	> 35 inversiones	7 participadas
ProA Capital	2007	12 profesionales	> €1000m	19 inversiones	10 participadas
Miura Partners	2008	27 profesionales	€1000m	> 40 inversiones	13 participadas
Artá Capital	2008	14 profesionales	€800m	16 inversiones	7 participadas
Portobello Capital	2010	36 profesionales	€1800m	> 60 inversiones	21 participadas
Sherpa Capital	2010	30 profesionales	> €250m	> 50 inversiones	18 participadas
Diana Capital	2010	14 profesionales	€100m	11 inversiones	6 participadas
Abac Capital	2014	21 profesionales	€320m	11 inversiones	7 participadas
Nexus Iberia	2017	12 profesionales	-	8 inversiones	7 participadas

Fuente: elaboración propia a partir de páginas oficiales de las gestoras.

Estas gestoras han contribuido significativamente en el desempeño y crecimiento de empresas españolas del *middle market*. José González-Aller, socio de *Private Equity* de KPMG en España, considera que “uno de los principales aspectos que diferencian a algunos fondos del *middle market* es el acompañamiento a largo plazo, en procesos de *build up* y de internacionalización que permiten sacar mucho más valor a la empresa familiar” (como se citó en KPMG, 2021). Esto es lo que realmente hace que la industria

del *Private Equity* sea atractiva, ya que el impacto de las gestoras realmente se materializa en cambios y crecimiento de las participadas.

Finalmente, en lo que respecta a las perspectivas de crecimiento de la industria, éstas son muy optimistas. El incremento exponencial tanto en el volumen de inversión como en el número de inversiones, por parte de gestoras tanto nacionales como internacionales, está demostrando como desde el ámbito empresarial cada vez hay una mayor aceptación y atracción por este tipo de modalidad. En este sentido, en el futuro se espera que la actividad del sector siga incrementando. Esto deberá ir de la mano de una aún mayor aceptación por parte de las empresas españolas y de un continuado interés por parte de los inversores (LPs), que hasta el momento han mostrado un alto apetitivo por el sector español.

3. LOS CRITERIOS ESG

3.1. ¿QUÉ SON LOS CRITERIOS ESG?

Los criterios ESG (por sus siglas en inglés *Environmental, Social and Governance*) hacen alusión a las cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno. KPMG los define como “los factores no financieros que se utilizan para evaluar las prácticas de una empresa en torno a la conservación del mundo natural, la consideración de las personas y las relaciones, y los estándares de funcionamiento de una empresa” (2021).

En lo que respecta al ámbito de inversión y estratégico, consiste en considerar estos factores no financieros a la hora de valorar y llevar a cabo una inversión. Su integración en los análisis financieros se utiliza para identificar y analizar potenciales riesgos y oportunidades que podrían tener un impacto significativo en el comportamiento económico de una inversión (Singular Bank, 2021). Si bien es cierto que no cuenta con una larga trayectoria en el tiempo, en la actualidad se está convirtiendo en un lenguaje común en la industria financiera como medio para expresar, medir y aplicar la noción de consideraciones de inversión más allá de las métricas financieras tradicionales (Fanter, Baker y Graff, 2021).

El factor ambiental (E) consiste en la toma de decisiones empresariales en base al impacto directo o indirecto de la actividad de la empresa sobre el medioambiente. Tiene en cuenta variables como el cambio climático, las emisiones y la contaminación del aire y del agua, la biodiversidad, la eficiencia energética y la escasez de agua, entre otras (KPMG, 2021).

Por otro lado, el factor social (S) considera las repercusiones sociales que tienen las actividades llevadas a cabo por una empresa. Implica variables como por ejemplo la diversidad, las políticas hacia los empleados, proveedores, clientes y comunidades, los derechos humanos, la seguridad sanitaria y las condiciones laborales (J.P. Morgan, 2021).

Finalmente, el factor de gobierno corporativo (G) estudia las políticas y procedimientos corporativos, basándose principalmente en cuestiones como la composición del consejo de administración, la estructura del comité de auditoría, la ética empresarial, la compensación directiva y las cuestiones de reputación (J.P. Morgan, 2021).

3.2. HISTORIA DEL ESG HASTA HOY

El ESG tiene su origen en la creciente sensibilización a nivel mundial respecto a los problemas medioambientales, sociales y gubernamentales. Estos problemas que se veían ya en el siglo pasado han sido tratados en numerosas iniciativas de acción con el objetivo de concienciar a la población y fijar límites para poder controlar dichos problemas. Sobre todo, a lo largo de los años se ha reconocido la gran importancia de que se aborden desde un enfoque global, implicando a los gobiernos, grandes, pequeñas empresas y en definitiva a toda la población mundial. Existen un conjunto de eventos e iniciativas concretas a lo largo de la historia, desarrolladas a continuación, que fueron verdaderamente influyentes en el impulso hacia la creación del mundo actual, el cual está cada vez más preocupado por el planeta y la mejora de los aspectos sociales y gubernamentales de las corporaciones.

En primer lugar, una de las primera iniciativas de las Naciones Unidas para abordar la preocupación por el planeta y la humanidad fue la Conferencia de 1972 sobre el Medio Humano en Estocolmo. Su objetivo era “analizar las características del medio natural en que vivimos y que afectan a las condiciones de la vida humana, reconociéndose el carácter mundial de la problemática ecológica y la necesidad de una amplia colaboración entre naciones y de adopción de medidas por parte de las organizaciones internacionales” (Camacho et al., 2013). Se creó un Programa Mundial sobre el Medio Ambiente con el objetivo de asegurar a nivel internacional la conservación del planeta.

Por otro lado, en lo que respecta al ámbito social, en esa época se vivía el Apartheid, política de segregación social y racial que marcó la realidad de Sudáfrica entre 1948 y 1992. Como respuesta a esta situación marcada por el racismo y el separatismo, ya en 1977 Leon Sullivan en Estados Unidos, líder en la defensa de los derechos civiles, creó un código de conducta para las compañías llamado “los Principios de Sullivan” donde promovía la responsabilidad social de las empresas y buscaba ejercer presión económica sobre Sudáfrica como respuesta al sistema de segregación racial (Christino, 2021).

Posteriormente, en la década de los 80, catástrofes como los accidentes nucleares de *Three Mile Island* en Estados Unidos (1979) y de Chernóbil en Ucrania (1986),

aumentaron la atención y preocupación por el medio ambiente y las repercusiones humanas sobre el mismo. En este contexto se publicó el Informe Brundtland (1987) escrito por la Comisión Mundial del Medio Ambiente y Desarrollo de las Naciones Unidas. Dicho informe resalta la importancia de incorporar al desarrollo humano los aspectos medioambientales y de los recursos naturales, creando así el concepto de “desarrollo sostenible” (Camacho et al., 2013).

En 1992 tuvo lugar la Cumbre de Río de Janeiro sobre Medio Ambiente y Desarrollo, también conocida como Río-92, Eco-92 o Cumbre de la Tierra. Fue una conferencia de Naciones Unidas donde participaron más de 178 países y se adoptó el Programa 21, un plan de acción con el objetivo de crear una Alianza Mundial para el Desarrollo Sostenible (Naciones Unidas, 2022). Si bien es cierto que esta cumbre no fue muy efectiva en cuanto a compromisos, sí que aumentó la sensibilización e hizo evidente la necesidad de la cooperación de los países y gobiernos para combatir contra los problemas medioambientales (Camacho et al., 2013). A esta cumbre le siguieron la Declaración de Johannesburgo sobre el Desarrollo Sostenible celebrada en Sudáfrica en 2002 y la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Desarrollo Sostenible (Río+20), celebrada en Río de Janeiro en junio de 2012 (donde comenzó el proceso para elaborar los ODS de 2015) (Camacho et al., 2013).

Seguidamente, en 1997 tuvo lugar la Cumbre de Kioto sobre el calentamiento global convocada por las Naciones Unidas. El Protocolo de Kioto “no entró en vigor hasta el 16 de febrero de 2005, cuando 38 países industrializados se comprometieron a reducir para 2012 sus emisiones de gases nocivos para el clima en una media del 5,2% respecto a los niveles de 1990” (Christino, 2021). Esta cumbre tuvo su seguimiento en numerosas reuniones internacionales en: Bali (2007), Copenhague (2009), Cancún (2010) y Durban (2011) (Camacho et al., 2013).

Por otro lado, también en el año 1997 se produjo la fundación de *Global Reporting Initiative (GRI)*, la primera organización sin ánimo de lucro con el fin de impulsar la elaboración de informes de sostenibilidad de todo tipo de organizaciones. Fue fundada

por CERES y el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA) en Estados Unidos y actualmente tiene su sede en los Países Bajos, en Ámsterdam.

En lo que respecta al concepto del ESG, fue a principios del siglo XXI cuando el concepto se consolidó finalmente bajo las siglas tan comúnmente utilizadas hoy en día. Fue a partir de la publicación de “*Who Cares Wins*” de *Global Compact* en el año 2004 y a partir del lanzamiento de los Principios para la Inversión Responsable (*Principles for Responsible Investment - PRI*) de 2006 (Fisher Investments, 2020), cuando el término se concretó bajo las siglas ESG.

Concretamente, el *Global Compact* fue una iniciativa internacional que comenzó Kofi Annan, el entonces Secretario General de las Naciones Unidas, en julio del año 2000. Pidió a dieciocho instituciones financieras internacionales que se asociaran con las Naciones Unidas y con la Corporación Financiera Internacional (*International Finance Corporation*) para identificar la manera de integrar los aspectos medioambientales, sociales y de gobernanza en el ámbito de los mercados financieros, la gestión de activos y la estrategia de inversión. Esto llevó a la publicación de la guía “*Who Cares Wins*” y a una conferencia organizada por el Banco Mundial en 2005 a la que asistieron bancos de inversión, gestoras de activos, consultores globales y organismos gubernamentales y reguladores, donde se consolidó la expresión ESG y lo que representaba (Cohen, 2021). Más adelante, en 2006 se solidificó aún más el concepto con la creación de los Principios para la Inversión Responsable, creados por un grupo internacional de inversores institucionales y publicados por las Naciones Unidas. Se trata de seis principios de inversión que ofrecen un conjunto de acciones para incorporar el ESG en la práctica de inversión. Numerosas instituciones a nivel mundial han firmado desde 2006 su compromiso a los PRI, comprometiéndose a adoptarlos y aplicarlos en sus modelos de negocio. Cuentan con más de 4.000 signatarios de más de 60 países (PRI, 2022).

Finalmente, cabe destacar dos acontecimientos verdaderamente importantes que están teniendo un gran impacto en la actividad de los gobiernos de todos los países, y de las empresas e instituciones de todos los sectores, en su implicación con la sostenibilidad. Por un lado, destaca la Cumbre de las Naciones Unidas sobre el Desarrollo Sostenible

que tuvo lugar en 2015, donde se materializaron los objetivos que se habían introducido en la conferencia de las Naciones Unidas, Río+20, del año 2012. Se establecieron los 17 Objetivos del Desarrollo Sostenible (ODS) que tienen un papel esencial de cara a alcanzar el desarrollo mundial para 2030, conocido como la “Agenda 2030”. Tal y como lo describen las Naciones Unidas, “constituyen un llamamiento urgente a la acción por parte de todos los países, tanto desarrollados como en desarrollo, en el marco de una alianza mundial. Reconocen que el fin de la pobreza y otras privaciones debe ir de la mano de estrategias destinadas a mejorar la salud y la educación, reducir la desigualdad y estimular el crecimiento económico, todo ello sin dejar de abordar el cambio climático ni de trabajar para preservar nuestros océanos y bosques” (Naciones Unidas, 2022). Por otro lado, el segundo acontecimiento fundamental fue el Acuerdo de París adoptado en virtud de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático de 2015 y aprobado por la Unión Europea en octubre de 2016. Según el boletín oficial de la CNMV (2022), bajo este acuerdo se pretende “mantener el aumento de la temperatura media mundial por debajo de los 2°C, y de continuar los esfuerzos para limitarlo a 1,5 °C, respecto de los niveles preindustriales”.

Consecuentemente, todas las iniciativas, eventos y movimientos que se han ido dando desde el siglo pasado, han llevado al mundo actual a una situación en donde la preocupación por los factores medioambientales, sociales y de gobernanza está presente constantemente y donde su importancia crece de manera exponencial. Tal y como considera PwC, el ESG y los conceptos como la sostenibilidad a largo plazo, el retorno hacia todos los stakeholders o el impacto social y medioambiental han pasado de ser temas no siempre prioritarios, a estar en la agenda de los gobiernos, de los consejos de administración, de los comités de dirección y consecuentemente de los inversores de todas las compañías y sectores (PwC, 2021). Además, las múltiples crisis por las que ha pasado el mundo en los últimos dos años, desde catástrofes naturales hasta la pandemia mundial generada por el Covid-19, han acentuado la preocupación y el compromiso por parte de la sociedad por las cuestiones relacionadas con el ESG, con la intención de crear una sociedad más igualitaria, una economía más sostenible y un mundo cada vez más implicado en la conservación del planeta.

4. EL ESG EN LA INDUSTRIA DEL PRIVATE EQUITY

El ESG ha ido adoptando una importancia exponencial en todos los sectores del mundo actual. Las empresas privadas y públicas de todas las industrias (energía, telecomunicaciones, comercio minorista, transporte, sanidad, etc.), instituciones financieras y gobiernos están viendo cómo el ESG está tomando un papel fundamental en sus decisiones estratégicas. En este sentido, lo mismo ha ido ocurriendo con las gestoras de *Private Equity*, donde la integración del ESG a su modelo de negocio ha incrementado significativamente a lo largo de los últimos años, convirtiéndose hoy en un elemento requerido en cualquier *Due Diligence* o presentación a inversores y una necesidad fundamental para la captación de fondos.

Los primeros en integrar el ESG a su modelo de negocio han sido las grandes gestoras paneuropeas como Blackstone, Carlyle y KKR, entre otras. Según David Santos, Partner de Alantra Private Equity, “casi como todas las novedades en *Private Equity*, primero las adoptan las grandes gestoras paneuropeas. Estas gestoras ya tienen equipos dedicados exclusivamente al ESG, con altos directivos encargados únicamente de estas cuestiones. Llevan aplicando el ESG tanto en *fundraising* como en las participadas desde muchos más años, convirtiéndose en un modelo a seguir para el resto de las gestoras de *Private Equity* de menor tamaño” (Santos, 2022).

En lo que respecta al *Private Equity* a nivel nacional, en el *middle market* español el ESG ha incrementado su importancia exponencialmente en los últimos años. David Santos señala que “ha sido en los últimos tres años, desde 2019 aproximadamente, cuando realmente se ha visto un cambio radical en la importancia que se le da. Los equipos están volcando su atención a los criterios ESG y existen personas que se responsabilizan de integrarlo en su modelo de negocio. Se está viendo que se trata de criterios fundamentales para poder levantar nuevas rondas de financiación y también que la creación de valor es real cuando se aplican estos criterios en todas las fases de inversión” (Santos, 2022).

En este sentido, resulta pertinente entender cuáles son los principales motores que han ido impulsando la integración del ESG en el modelo de negocio de las gestoras de *Private Equity*, así como también comprender de manera detallada cómo incorporan los criterios

a su ciclo de inversión (preinversión, propiedad y desinversión) y a la gestión de la propia gestora.

4.1. PRINCIPALES MOTORES DE LA INVERSIÓN RESPONSABLE

“Los riesgos medioambientales han pasado de ser una preocupación marginal a convertirse en un tema central de la agenda mundial, política y social” (PwC, 2021). El mundo cada vez está más volcando a actuar: se está dando una reacción por parte de todos los sectores para minimizar los riesgos vinculados con el cambio climático y contribuir a la creación de una sociedad concienciada tanto por el medioambiente como por aspectos sociales y gubernamentales. En este sentido, las empresas están buscando contribuir incorporando las cuestiones ESG a su dinámica de gestión y a sus planes de negocio.

En lo que respecta a la industria de *Private Equity*, ésta ha experimentado un interés exponencial por la inversión responsable. El término inversión responsable hace referencia a “un enfoque de inversión que considera los factores extra-financieros, incluidos los aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG), como aspectos potencialmente materiales para la toma de decisiones” (PwC y ASCRI, 2021). De hecho, se está demostrando que la incorporación de criterios ESG en la estrategia de inversión de las gestoras de *Private Equity* no solo viene influenciado por un cambio regulatorio muy significativo a nivel mundial, sino que también por su efecto positivo en el rendimiento financiero de las inversiones, maximizando la rentabilidad a largo plazo, reduciendo los riesgos y alineando los intereses de los inversores con los objetivos de la sociedad.

Ignacio de Garnica, socio responsable de *Private Equity* en PwC considera que “en los últimos siete años, las compañías de capital privado han cambiado radicalmente su visión de la ESG. Han pasado de considerarla de forma tangencial y muy vinculada al cumplimiento normativo y a la reputación, a incorporarla como un factor muy a tener en cuenta en sus estrategias de inversión” (2021). En este sentido, será interesante entender cuáles han sido los principales impulsores que están haciendo que las gestoras de *Private Equity* incorporen el ESG a su actividad.

4.1.1. CAMBIO REGULATORIO EN MATERIA DE SOSTENIBILIDAD

Según la primera “Guía de inversión responsable para el sector del *Private Equity* y *Venture Capital* en España” de 2012 elaborada conjuntamente por ASCRI y PwC, los principales factores que inicialmente han ido impulsando al sector a la incorporación de los criterios ESG han sido la demanda por parte de los inversores, la reputación y la regulación. Desde la aparición en 2006 de los Principios de Inversión Responsable (PRI) de las Naciones Unidas, unido a las numerosas iniciativas que ya habían surgido anteriormente, todas las gestoras a nivel mundial y nacional comenzaron a adherirse a ellos y a iniciar la incorporación paulatina de los criterios ESG, sobre todo con la intención de hacer frente a riesgos reputacionales y como respuesta a los intereses de los inversores. Del mismo modo ocurrió a nivel empresarial, donde las empresas de todos los sectores, como respuesta a las Cumbres del Clima y a la creciente preocupación por el desarrollo mundial, comenzaron a incorporar los criterios ESG a su actividad y estrategias corporativas.

No obstante, tal y como menciona Celia Andreu, Partner y Directora de Sostenibilidad de MCH, el verdadero motor que ha ejercido mayor presión en cuanto a la consideración del ESG ha sido el cambio regulatorio a nivel europeo en materia de sostenibilidad, lo que lo hace ahora algo obligatorio. Pese a que la suscripción a los PRI constituía un importante avance en la integración de la sostenibilidad al ámbito del *Private Equity*, éste es un marco voluntario y por lo tanto no daba pie a un movimiento global y unificado. Lo mismo ocurría con el *Global Reporting Initiative* creado ya en 1997, el cual impulsaba y animaba a las corporaciones de todos los sectores a la elaboración de informes en materia de sostenibilidad.

A nivel europeo el punto de inflexión se dio con la Directiva 2014/95/UE de Información no Financiera (NFRD) del Parlamento Europeo y del Consejo, del 22 de octubre de 2014, que obliga a las grandes empresas a publicar, además de la información financiera tradicional, el denominado Estado de Información no Financiera (EINF). Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”), se trata de un documento “donde las empresas deben explicar el impacto de su actividad en el medioambiente e incluir información sobre cuestiones sociales y relativas al personal o sobre el respeto a los

derechos humanos, entre otras” (CNMV, 2021, como se citó en Gómez, 2021), para dar respuesta a la creciente demanda por parte de los diferentes grupos de interés en relación con su desempeño no financiero.

Como consecuencia de la Directiva 2014/95/UE, en España destaca la Ley 11/2018, una ampliación del Real Decreto-ley 18/2017, que introdujo importantes novedades en materia de divulgación de información no financiera y diversidad. Esta Directiva supuso una disrupción real para las compañías de tamaño mediano, que hasta entonces nunca habían tenido que reportar ni recibir una verificación externa sobre este tipo de información no financiera. Desde el 1 de enero de 2021, tal y como indica la Ley 11/2018, deben presentar en España el EINF todas las sociedades con más de 250 trabajadores que (i) tengan la consideración de entidades de interés público de conformidad con la legislación de auditoría de cuentas (a excepción de las entidades que tienen la calificación de empresas pequeñas y medianas de acuerdo con la Directiva 34/2013) o que ii) durante dos ejercicios consecutivos reúnan, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, al menos una de las circunstancias siguientes: (a) que el total de las partidas del activo sea superior a 20 millones de euros o (b) que el importe neto de la cifra anual de negocios supere los 40 millones de euros (Alonso Cogollos, 2019).

Concretamente, según la Ley 11/2018 publicada en el Boletín Oficial del Estado, el EINF debe incorporarse en el informe de gestión de la empresa obligada o en un informe separado (siempre que incluya el mismo contenido y cumpla los requisitos exigidos) y debe contener información relativa, por lo menos, a cuestiones medioambientales y sociales, así como relativas al personal, al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno. Se debe informar sobre estas cuestiones a través de la debida explicación de: el modelo de negocio de la compañía, de las políticas aplicadas para la identificación, evaluación, prevención y atenuación de riesgos y del resultado de estas políticas a través de indicadores clave no financieros que permitan el seguimiento y evaluación de los progresos (Alonso Cogollos, 2019). Además, el informe debe basarse en marcos nacionales o internacionales reconocidos en materia de ESG y debe pasar por una verificación externa obligatoria.

Por lo tanto, como bien mencionaba Celia Andreu, la incorporación de la sostenibilidad al ámbito empresarial ya no es algo opcional. Los cambios en la regulación están obligando a todas las entidades a retratarse en materia de ESG y promoviendo una transformación y un cambio de mentalidad. Ahora deben crear un *business plan* y estudiar su interacción con todos sus grupos de interés, para poder identificar los principales riesgos vinculados al ESG y conseguir convertirlos en oportunidades que les permitan seguir siendo competitivos en el largo plazo. Según Celia Andreu, uno de los principales retos en esta integración es conseguir que haya transversalidad y unificación en la estrategia no financiera de las empresas. Existe una gran cantidad de empresas que ya llevan mucho tiempo practicando modelos de negocio con pilares basados en el ESG, pero la clave y el mayor reto ahora es conseguir que verdaderamente se retraten estos pilares en una estrategia transversal y unificada, con identificadores claves que les permitan hacer un seguimiento riguroso con respecto a estos aspectos no financieros. De esta manera, no solo se conseguirá que las empresas sigan siendo competitivas, sino que también se evitará que se produzca el “*greenwashing*”, práctica a través de la cual las empresas engañan y hacen falsas afirmaciones sobre su comportamiento medioambiental (lo cual tiene efectos negativos en su relación con los inversores, clientes y resto de *stakeholders* vinculados a la compañía).

En este sentido, cabe destacar que, desde el punto de vista de la regulación, seguirán dándose cambios y nuevas normativas en los próximos años, con el objetivo de aumentar el nivel de transparencia por parte de las empresas en lo relativo al ESG y desarrollar procedimientos unificados para todos los países.

A nivel nacional, el 22 de mayo de 2021 se hizo efectiva la Ley 7/2021 de Cambio Climático y Transición Energética. Esta ley establece, según la CNMV, “que aquellas sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados, que deban presentar el estado de información no financiera, deberán incluir también en su informe de gestión un informe adicional. En este informe se debe hacer una evaluación del impacto financiero sobre la empresa de los riesgos asociados al cambio climático generados por la exposición a éste de su actividad, incluyendo los riesgos de la transición hacia una economía sostenible y las medidas que se adopten para hacer frente a dichos

riesgos” (CNMV, 2021, como se citó en Gómez, 2021). De esta manera, se pretende asegurar el cumplimiento de los objetivos del Acuerdo de París (firmado por España en abril de 2016) y cumplir la estrategia de descarbonización a 2050.

Por otro lado, en lo que respecta al ámbito europeo, ya se ha concretado que la Directiva 2014/95/UE será sustituida por la nueva Directiva de Informes de Sostenibilidad Corporativa (CSRD) a partir de 2023, que supondrán un aumento significativo de las exigencias en materia de información no financiera y proporcionará una mayor consistencia a nivel europeo. Incorporará, entre otras cosas, la verificación externa obligatoria, a lo que ya se había adelantado la legislación española con la Ley 11/2018, e “instará a los países a desarrollar normas sobre quiénes y cómo realizarán estos procesos de verificación, que podrán efectuar auditores no financieros” (Gómez, 2021). Además, se dará una mayor claridad en cuanto al marco en base al cual se deberá desarrollar el informe, dado que hasta ahora se ha podido utilizar cualquier marco internacional reconocido. Por ello, de manera paralela a la tramitación de la CSRD, la Comisión Europea ha solicitado al *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG) la elaboración de una normativa de reporte “universal” para Europa. Para su elaboración, el EFRAG está trabajando con los marcos de reportes que existen actualmente a nivel mundial, los cuales han servido de guía hasta ahora para las compañías a las que se les ha exigido la elaboración del EINF. Entre estos se encuentran el marco de *reporting* de los PRI de las Naciones Unidas, el *ESG Disclosure Framework* de *Invest Europe*, el *Global Reporting Initiative* (GRI), el *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) y el *International Integrated Reporting Council* (IIRC) entre otros. La Comisión estima que las empresas podrán aplicar por primera vez los estándares desarrollados por EFRAG en los informes de 2024, referidos al ejercicio 2023 (Gómez, 2021).

Además, la normativa desarrollada por EFRAG estará en línea con los requisitos de otras normativas recientes de la Comisión Europea como el Reglamento 2019/2088 de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR, por sus siglas en inglés *Sustainable Finance Disclosure Regulation*), que entró en vigor en marzo de 2021, o el Reglamento de Taxonomía (2020/852) que ha entrado en vigor el presente 2022; normativas especialmente relevantes en el ámbito del *Private Equity*.

El SFDR es una normativa europea que “afecta a todas las entidades financieras que comercializan productos de inversión en cualquier país de la zona euro” (Matesanz, 2021). Lo que obliga es a que todas estas entidades clasifiquen y enmarquen sus productos de inversión dentro del nivel de sostenibilidad que corresponda. Concretamente, definen tres artículos en base a los cuales se deben enmarcar sus activos: Artículo 6 “sin objetivos de sostenibilidad”, Artículo 8 que “promueven iniciativas sociales y ambientales junto con los objetivos de resultados tradicionales” y Artículo 9 “con objetivos explícitos de sostenibilidad” (Matesanz, 2021). De esta manera, se está buscando que los productos financieros sean más transparentes e integren de una manera veraz la sostenibilidad de su proceso de inversión (Nieto, 2022).

Por otro lado, el Reglamento de Taxonomía va más allá, ya que se trata de una normativa que construye un lenguaje común sobre la inversión sostenible y permite cuantificar hasta qué punto una actividad económica es o no “verde”, centrándose por tanto en los aspectos medioambientales del ESG. Se trata de una clasificación de las actividades empresariales, que “establece si éstas realizan o no una contribución sustancial a alcanzar objetivos medioambientales (y en base a ello permite calcular, por parte de cada entidad, si sus fondos están alineados con dicha taxonomía, en función de las empresas en las que invierten)” (Domínguez, 2021). El alineamiento con la taxonomía se expresa de manera porcentual y tiene como objetivo ayudar a los inversores a conocer hasta qué nivel las actividades económicas de una compañía son o no sostenibles. Desde el 1 de enero de 2022, tanto las entidades financieras a las que aplicaba el SFDR como todas aquellas entidades obligadas a publicar el EINF conforme a la directiva 2014/95/UE tienen la obligación de reportar su alineación con la taxonomía. No obstante, ésta por el momento se encuentra incompleta ya que corresponde solo a dos de los seis objetivos en base a los cuales se quieren clasificar las actividades económicas. Actualmente solo se encuentran desarrollados los objetivos de mitigación y adaptación al cambio climático (Domínguez, 2021), mientras que los restantes cuatro objetivos (uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos, transición hacia una economía circular, prevención y control de la contaminación y finalmente protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas) serán aplicables a partir del año 2023. Además, también se está estudiando la posibilidad de ampliar la taxonomía al ámbito social.

Consecuentemente, es evidente que desde el punto de vista regulatorio el ESG está tomando una importancia verdaderamente exponencial. La Unión Europea y los países que la componen han impulsado un plan de acción para cumplir los objetivos de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible y del Acuerdo de París, compuesto por normativas muy específicas que impulsan y obligan a todos los sectores a contribuir para conseguirlo.

En este sentido, el papel que tienen las gestoras de *Private Equity* en este proceso de transición e incorporación del ESG es evidente, dada la cantidad de normativas que están directamente vinculadas a su actividad y que las sitúan como agentes con especial protagonismo en esta causa. El SFDR y la Taxonomía, además del EINF, les obliga a retratarse frente a la CNMV en materia de sostenibilidad y empuja a que sus productos de inversión cumplan con las expectativas de ESG que tiene el mercado. En este sentido, tiene una influencia muy significativa en la etapa de *fundraising* y también la estrategia de inversión, donde de ahora en adelante siempre tendrán su lugar los factores ESG. Por otro lado, el avance de la regulación en materia de sostenibilidad también tiene una influencia muy grande en lo que respecta al seguimiento de las participadas. El *Private Equity* ahora tiene el deber y la responsabilidad de formar parte del proceso de tránsito de cada una de sus participadas, contribuyendo al cumplimiento de la elaboración del EINF y a su transformación hacia modelos de empresas sostenibles.

4.1.2. DEMANDA DE LOS INVERSORES

La necesidad de incorporar el ESG al ámbito del *Private Equity* viene también directamente ligado a la exigencia por parte de los *limited partners*. En la actualidad, cada vez son más los inversores que reclaman que su capital se gestione de forma que tenga un impacto en materia de ESG, un impacto que va más allá de lo exigido en el marco regulatorio. Tal y como mencionaba David Santos, existe una necesidad de incorporar el ESG y de ser capaces de materializar y demostrar cómo se está incorporando, ya que “si no se tiene una política de ESG clara y definida, con metodologías auditables que los inversores puedan comprobar, muchos inversores directamente no te van a considerar a la hora de decidir el destino de sus fondos”. De hecho, según Oriol Pinya, socio fundador de ABAC Capital, “los *LPs* necesitan que las gestoras se tomen la sostenibilidad con rigor

y seriedad y demuestren que para ellas no se trata simplemente de un ejercicio de *'tick the box'*. El mercado actual ha adquirido la madurez suficiente para distinguir a las gestoras que se lo creen de aquellas que no integran estas cuestiones en su gestión ni tienen intención de hacerlo” (PwC y ASCRI, 2021).

Ahora los inversores buscan una “doble materialidad”; buscan priorizar la incorporación de los factores no financieros y que esta incorporación venga acompañada de retornos financieros. A este respecto, resulta interesante comprender cuáles son las principales razones que impulsan a los inversores a incorporar el ESG a su estrategia de inversión.

En primer lugar, evidentemente la evolución el ámbito regulatorio descrita anteriormente también está teniendo gran influencia sobre los *limited partners*. Dado que estos inversores generalmente se tratan de entidades financieras, claramente se encuentran amparados dentro de las nuevas regulaciones europeas y nacionales en materia de ESG. No obstante, pese a que la nueva regulación supone un punto de partida respecto a la incorporación de los factores, ésta no se trata de la única ni la principal razón por la cual los inversores están viéndose atraídos por el mundo del ESG (PwC, 2021). Según un estudio realizado por *PwC Global AWM Research Centre* en 2021 a 200 *limited partners*, los principales motores que impulsan a los inversores a considerar el ESG en sus inversiones y a clasificarlas en base a estos criterios son la mitigación de riesgos y la creación de valor. En particular, según el estudio, la gestión del riesgo es el factor al que más importancia le dan los inversores. Éstos observan que la integración del ESG contribuye a la reducción de riesgos y materialización de retornos financieros en sus carteras.

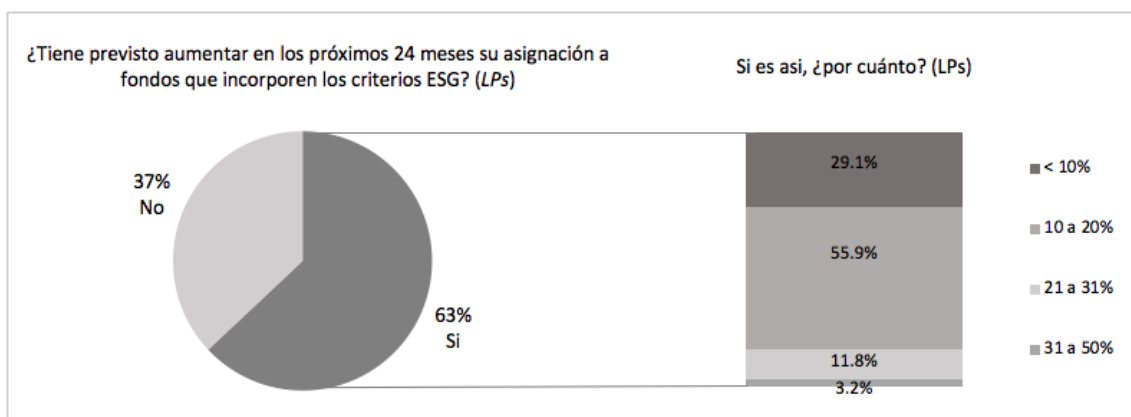
Por otro lado, cabe señalar que no todos los *limited partners* le dan el mismo grado de importancia al ESG a la hora de seleccionar el destino de sus fondos. Dado el incremento de regulaciones y el “ruido” que hay en el mercado, llegará un momento en el medio plazo en el cual todos los inversores le darán el mismo peso a los factores, no obstante, en la actualidad existen alguno *limited partners* que verdaderamente destacan por la importancia que les dan, frente a otros que todavía están ellos mismos adaptándose a los cambios.

Concretamente, según David Santos, aquellos con un mayor grado de atención destinado al ESG son los siguientes (ordenados de mayor a menor): los inversores públicos, el inversor final grande (fondos de pensiones, compañías de seguros, etc.), los fondos de fondos y finalmente los *family offices*. En primer lugar, los inversores públicos son aquellos con el mayor foco en el ESG ya que son los mayores promotores de cumplir con los objetivos mundiales en materia de ESG, como es la Agenda 2030 y los objetivos del Acuerdo de París. Actualmente, según David Santos, para recibir fondos por ejemplo de el Fondo Europeo de Inversiones (FEI), la *due diligence* de ESG es increíblemente significativa. Seguidamente, los inversores finales grandes y los fondos de fondos también están incrementando su atención hacia estos criterios, por razones de regulación y como respuesta a sus inversores. Finalmente, los que cuentan con un mayor “margen” son los *family offices*. Esto se debe principalmente a que desde el punto de vista de la regulación se ven menos afectados y, sobre todo, que su estrategia de inversión está directamente vinculada a la personalidad de la familia que se encuentra detrás del capital. Por lo tanto, tiene sentido que la incorporación de los criterios ESG a sus inversiones esté dándose de manera mas lenta y progresiva.

Este análisis resulta interesante porque, vinculado al origen de los recursos que se destinaron al sector de *Private Equity* en 2020, desarrollado al comienzo del presente trabajo, el 8% provenía de inversores públicos, alrededor del 15% de inversores finales grandes, el 15% de fondos de fondos y por último el 50% de *family offices*. En este sentido, vinculado a la importancia que están dando los *limited partners* a los criterios ESG a la hora de invertir, se puede interpretar que las gestoras españolas de *Private Equity* cuentan con cierto margen de cara a hacer frente a las exigencias de éstos en materia de ESG. Si bien es cierto que resulta pertinente que las gestoras incorporen el ESG cuanto antes, el hecho de que los *family offices* representen el 50% del origen de sus fondos les puede dar cierto tiempo para adaptarse de manera más natural y profesional a los cambios que trae el ESG. Aun así, dado que el resto de los inversores sí que exigen de forma más inmediata que se incorpore el ESG, esto hace que las gestoras ya no pueden bajar la guardia. Se trata de una cuestión del tipo "*do or die*" y, a medio plazo, los que no lo incorporen no serán capaces de levantar nuevos fondos.

Además, a medida que el ESG se vayan afianzando e integrando en la gobernanza empresarial a nivel mundial, se espera que los *limited partners* también destinen cada vez más fondos a estas cuestiones. Según el estudio realizado por *PwC Global AWM Research Centre* en 2021, de los 200 *limited partners* encuestados, el 100% de aquellos que no invertían en fondos ESG en ese momento tendían previsto hacerlo en los próximos 24 meses (PwC, 2021). Esto demuestra claramente la magnitud y la gran relevancia de este proceso de transición, independientemente del tipo de inversor del que se trate. Por otro lado, tal y como viene reflejado en el siguiente gráfico (Gráfico IV), de entre aquellos inversores que ya destinaban recursos al ESG, el 63% tiene intención de aumentar su asignación a fondos ESG, con casi el 60% de éstos contemplando incrementos de entre el 10% y el 20% (PwC, 2021).

Gráfico IV: Futuro de la asignación de capital por parte de los *limited partners* a fondos que incorporen los criterios ESG



Fuente: elaboración propia a partir del Informe realizado por *PwC Global AWM Research* en 2021.

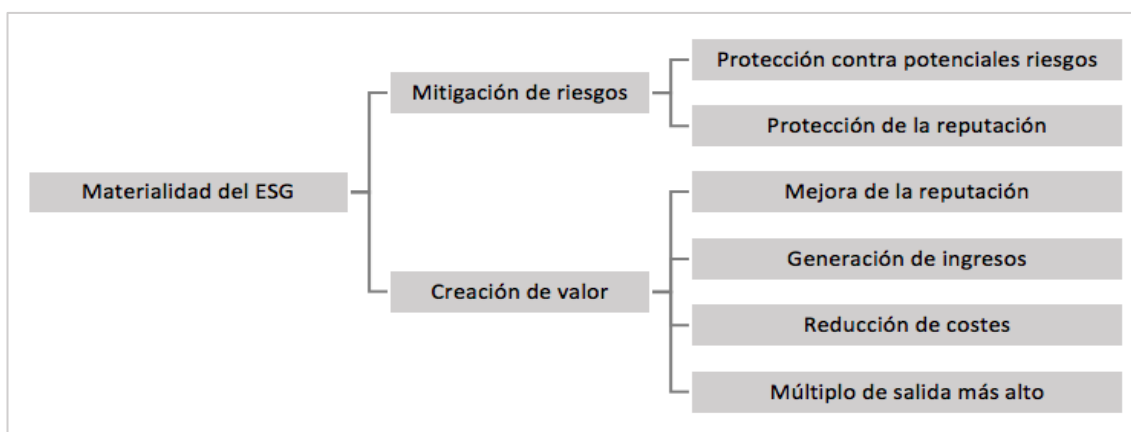
Por lo tanto, es evidente que la demanda por parte de los inversores va a aumentar de manera exponencial y que es un factor crucial para tener en cuenta. Las gestoras de *Private Equity* no solo se están viendo ya obligadas a considerar e integrar a su actividad las cuestiones ESG dado el cambio en la regulación tanto europea como española, sino que también están viviendo una gran presión por parte de los inversores. A medio y largo plazo, levantar nuevos fondos sin haber demostrado que el ESG forma parte de su modelo de negocio será imposible y probablemente supondrá una pérdida de competitividad para las gestoras que así lo hagan.

4.1.3. CREACIÓN DE VALOR Y MITIGACIÓN DE RIESGOS

Por último, la consideración e integración del ESG en el ámbito del *Private Equity* tiene un efecto muy significativo en el rendimiento financiero de las inversiones y también contribuye muy positivamente a la identificación y mitigación de los riesgos.

Las gestoras de *Private Equity* deben ser capaces de integrar exitosamente las cuestiones ESG tanto al ciclo de inversión como a su propio modelo de gestión. De esta manera, no solo estarán dando respuesta al cambio regulatorio y a la demanda de los *limited partners*, sino que también serán capaces de crear valor, identificando y mitigando riesgos, generando mayores rendimientos en sus participadas, mejorando su reputación y diferenciándose frente al resto de gestoras. Así lo considera PwC, quienes determinan que la materialidad del ESG se traduce en las consecuencias reflejadas en el Gráfico V.

Gráfico V: Materialidad del ESG – creación de valor y mitigación de riesgos



Fuente: elaboración propia a partir del Informe realizado por PwC Global AWM Research en 2021.

De hecho, tal y como considera Anna Follér, Directora de Sostenibilidad en el AP6 (*Sixth Swedish National Pension Fund*), “hoy en día, la integración básica del ESG en el capital riesgo es una cuestión de buena higiene, mientras que la integración avanzada del ESG ofrece una ventaja competitiva” (2022). Llegará un momento en el que todas las gestoras deberán incorporar el ESG en su día a día, sobre todo dado los cambios regulatorios, pero, los que realmente le dediquen tiempo y dedicación verán cómo lo que inicialmente era un esfuerzo se convierte en una ventaja competitiva y una fuente de valor prolongada en el tiempo.

4.2. INTEGRACIÓN AL MODELO DE NEGOCIO DEL PRIVATE EQUITY

Una vez determinados y analizados los principales motores que impulsan al sector del *Private Equity* en España a considerar el ESG como un elemento fundamental para continuar siendo competitivos, resulta imprescindible entender cómo se incorpora al modelo de negocio de las gestoras. En este sentido, resultará necesario comprender de qué manera se produce su integración al ámbito de gestión del *Private Equity*, a la etapa de recaudación de fondos (*fundraising*) y ciclo de inversión (preinversión, propiedad y desinversión).

4.2.1. GESTIÓN INTERNA DEL PRIVATE EQUITY

Las gestoras de *Private Equity* deben “predicar con el ejemplo, con políticas y medidas internas en materia de ESG” (Follér, 2022). Se debe llevar a cabo y proyectar implicación constante en la gestión y en la estrategia de la gestora. A este respecto, existen una serie de prácticas que se están convirtiendo en esenciales en lo relativo al ámbito de gestión interno de las gestoras.

En primer lugar, está volviéndose imprescindible el que las gestoras creen experiencia interna en materia de sostenibilidad y nombren a una persona responsable de ESG, ya sea como parte de otras funciones o dedicada exclusivamente a las cuestiones ESG (PwC y ASCRI, 2021). Si bien es cierto que la mayoría de las gestoras españolas han comenzado nombrando a equipos responsables como parte de otras funciones, cada vez está viéndose más el nombramiento de directores exclusivos de ESG con un alto cargo dentro de las entidades, siguiendo el ejemplo de las gestoras paneuropeas. Este es el caso por ejemplo de MCH con Celia Andreu o de Miura Partners con Esther Sarsa, ambas nombradas directoras de ESG en el año 2021 (Webcapitalriesgo, 2021). Es realmente necesario ya que implica que exista una actualización y conocimiento constante internamente sobre todos los aspectos vinculados al ESG, desde lo requerido a nivel regulatorio y de *reporting*, como también a nivel de tendencias y adhesión a directrices del sector; y que esto sea trasladado a todos los niveles de la compañía.

Por otro lado, es necesario que se defina una Política de Inversión Responsable y que ésta se lleve a cabo correctamente, asegurándose así la maximización de oportunidades y

minimización de riesgos; y que sirva de apoyo en la toma de decisiones durante todo el ciclo de vida de la inversión y durante la etapa de *fundraising*, de cara a las demandas de los *limited partners* (PwC y ASCRI, 2021). Según MCH, el principal objetivo de la Política de Inversión Responsable es “establecer una referencia de actuación para facilitar que la gestora integre y promueva, de forma estructural y sistemática, las mejores prácticas internacionales en materia de medioambiental, social y de gobierno en la gestión de las compañías en las que invierte, así como en sus propias actividades” (MCH, 2021). Específicamente, esta Política como mínimo debería incluir el compromiso de cumplimiento por parte de la gestora de la legislación actual, un compromiso de “mejora continua” y una estrategia definida que contenga, por un lado, criterios de exclusión de sectores dada su incompatibilidad con los criterios ESG y, por otro lado, los estándares y principales KPIs en materia de ESG que se utilizarán como referencia en la determinación de oportunidades y riesgos a lo largo del ciclo de inversión (PwC y ASCRI, 2021). Hoy en día, según el estudio⁵ realizado por PwC y ASCRI en su “Guía de inversión responsable para el sector del *Private Equity* y *Venture Capital* en España” de 2021, el 75% de las gestoras de Capital Privado españolas disponen de una Política de Inversión Responsable y el 84% consideran cuestiones ESG en su gestión y decisiones de inversión.

Asimismo, además de la Política de Inversión Responsable, las gestoras de *Private Equity* ahora están teniendo que llevar a cabo una política de *Reporting* obligatoria en materia de ESG, cumpliendo así con las normativas SFDR y el Reglamento de Taxonomía, como se mencionaba detalladamente en la descripción de los cambios regulatorios a nivel nacional e internacional. En este sentido, internamente debe haber un amplio conocimiento para poder cumplir con estos nuevos requerimientos. Existen diferentes iniciativas en materia de reporting y divulgación de ESG, siendo las más relevantes en la industria del *Private Equity* el marco de *reporting* de los PRI de las Naciones Unidas y el *ESG Disclosure Framework* de *Invest Europe*, aunque cuando se apruebe la nueva Directiva de Informes de Sostenibilidad Corporativa (CSRD) a partir de 2023 habrá una normativa de reporte “universal”, lo que será verdaderamente positivo ya que aportará homogeneidad y permitirá mejorar enormemente la comparabilidad.

⁵ En el estudio realizado por PwC y ASCRI participaron 32 firmas de *Private Equity* y *Venture Capital* españolas, entre las que se encuentran Alantra, Altamar, Arcano, Nazca, Miura y Portobello, entre otras.

Por otra parte, otro elemento fundamental en la integración del ESG a la gestión interna del *Private Equity* es la formación de todos los trabajadores, para que así se produzca un cumplimiento efectivo de la Política de Inversión Responsable. Según Celia Andreu, “la formación es esencial en todos los niveles de la compañía ya que intensifica el compromiso y aporta inmensa claridad sobre lo que se espera y requiere hoy en día en materia de sostenibilidad. Un director de ESG y una Política de Inversión Responsable son elementos fundamentales, pero sin la formación de todo el personal es imposible que se cumplan los objetivos que ambos persiguen” (Andreu, 2022).

Por último, la adhesión a directrices e iniciativas sectoriales es crucial de cara a que exista un avance conjunto y unificado en la incorporación del ESG al ámbito financiero (Follér, 2022). Destaca por su relevancia y peso en el sector, los Principios para la Inversión Responsable (PRI) de las Naciones Unidas, que como se venía explicando anteriormente, cuenta con más de 4.000 signatarios de más de 60 países y concretamente en España con 120 signatarios, entre los cuales se encuentran tanto gestoras de *Private Equity* como de *Venture Capital*, de fondos de pensiones y de fondos de fondos, entre otras (PRI, 2022). Además, también son de especial relevancia compromisos de colaboración como la Iniciativa Internacional sobre el Clima (iCI), apoyada por el PRI, y el Proyecto de Convergencia de Datos ESG, apoyado por la Asociación de Socios Institucionales Limitados (ILPA) (Follér, 2022).

4.2.2. LEVANTAMIENTO DE FONDOS

Como se venía analizando anteriormente, la demanda por parte de los inversores es uno de los motores fundamentales que ha acelerado la incorporación del ESG a todos los ámbitos del *Private Equity*. Los *limited partners* ahora exigen que se considere el ESG y sobre todo poder comprender de manera exhaustiva cómo se produce su incorporación allá donde destinan su capital.

En este sentido, en la actualidad es fundamental que de cara a nuevas rondas de *fundraising*, “las gestoras sean capaces de divulgar suficiente información para que los *limited partners* que han manifestado su interés en las cuestiones ESG sean capaces de valorar si sus intereses y expectativas están alineados y comprender la dimensión concreta

y operativa del enfoque de ESG actual y futuro de la gestora” (PwC y ASCRI, 2021). Por tanto, es esencial que la estrategia de inversión responsable de las gestoras sea lo suficientemente específica como para demostrar responsabilidad, describir los compromisos y los recursos específicos y abordar las expectativas de los *LPs* (RPS Group, 2022).

Según un informe publicado por el Grupo RPS, las cinco preguntas más frecuentes realizadas por los *Limited Partners* en materia de ESG a la hora de decidir si invertir o no su capital en un fondo de un *Private Equity* son las siguientes (RPS Group, 2022):

- ◆ ¿Cuáles son las políticas de la gestora en materia de ESG y cómo influyen los factores ESG en sus criterios de inversión?
- ◆ ¿Cómo identifica y gestiona la gestora los riesgos materiales relacionados con el ESG y cómo utiliza los factores ESG para crear valor?
- ◆ Una vez identificados, ¿cómo pueden influir en la decisión de inversión (i) los riesgos ESG potencialmente importantes y (ii) las oportunidades relacionadas con el ESG?
- ◆ ¿Cómo contribuye la empresa a la gestión de los riesgos y oportunidades relacionados con los factores ESG por parte de las empresas en cartera?
- ◆ ¿Cómo pueden los *LPs* supervisar y, en caso necesario, garantizar que el Fondo opera de forma coherente con las políticas y prácticas acordadas en materia de ESG, incluida la divulgación de los incidentes relacionados con el ESG?

Los *general partners* deben ser capaces de responder a todas estas preguntas y demostrar su veracidad a través de sus esfuerzos por integrar el ESG en la gestión interna del *Private Equity* y a todo el ciclo de inversión. Deben ser capaces de: “demostrar que sus enfoques de ESG están alineados, mostrar cómo se articulan internamente las políticas, procedimientos y/o sistemas para la gestión del ESG y cómo se trasladan estas cuestiones a sus *portfolios*” (PwC y ASCRI, 2021). Todo esto lo pueden demostrar presentando

como evidencia desde su Política de Inversión Responsable, su adhesión a directrices como los PRI hasta ejemplos de su *reporting* periódico en materia de ESG (PwC y ASCRI, 2021). De esta manera, los inversores serán perfectamente capaces de saber si sus expectativas se cumplen o no.

4.2.3. CICLO DE INVERSIÓN

Finalmente, directamente vinculado a las exigencias de los *limited partners* en el levantamiento de fondos se encuentra la integración de los criterios ESG al día a día del *Private Equity*. Para poder dar respuesta a las exigencias y peticiones de los inversores, las gestoras deben ser capaces de demostrar que el ESG no solo se considera dentro del ámbito de gestión interno, sino que también a lo largo de todo el ciclo de inversión, el cual está compuesto por tres fases fundamentales: preinversión, propiedad y desinversión.

FASE DE PREINVERSIÓN

En primer lugar, el periodo de preinversión consiste en la búsqueda de oportunidades de adquisición por parte de las gestoras, atendiendo a las características específicas de los fondos y a la estrategia de inversión de cada *Private Equity*. La incorporación de los criterios ESG a esta fase contribuye a una comprensión mucho más completa de los potenciales *targets*, así como a la identificación de posibles riesgos y oportunidades.

En el corto plazo, la incorporación de un proceso de *Screening ESG* o de una *Due Diligence ESG* son las prácticas más efectivas de cara a incorporar los criterios inmediatamente a la fase de preinversión. La realización de un proceso de *Screening ESG* consiste en analizar la alineación de los potenciales *targets* con los valores y principios de la gestora; y los riesgos y oportunidades inherentes a sus geografías, sectores y modelos de negocio (PwC y ASCRI, 2021). Consiste en comprender las cuestiones más relevantes en materia de ESG en relación con la actividad del *target* y a su cadena de valor. Por otro lado, la realización de una *Due Diligence ESG* es una práctica muy similar, pero realizada por un asesor independiente y mucho especializado en la materia. Se trata de un análisis aún más detallado en el cual “se identifica y valora, para toda la cadena de valor de las compañías, los aspectos ESG relevantes para el negocio, actuales y futuros, proporcionando la máxima cobertura posible de los riesgos y las oportunidades para la

creación de valor, poniendo especial foco en las cuestiones identificadas como materiales y yendo más allá de lo que son requerimientos legales” (PwC y ASCRI, 2021). La realización de esta *Due Diligence* es esencial de cara a la elaboración de un plan de implementación en materia de ESG, el cual aborda todos los pasos necesarios para mejorar el rendimiento de la participada una vez ha sido adquirida por el *Private Equity*. Como parte de este proceso, ya sea del *Screening* o de la *Due Diligence ESG*, los Objetivos de Desarrollo Sostenible, desarrollados en la Cumbre de las Naciones Unidas sobre el Desarrollo Sostenible de 2015, son verdaderamente útiles como hoja de ruta para identificar y evaluar la contribución e impacto de una determinada empresa en geografías o sectores concretos.

Por otro lado, como un mayor esfuerzo para la gestora y con una visión más a largo plazo, la reelaboración de la estrategia de inversión del *Private Equity*, con directa relación respecto a las cuestiones ESG y exclusión de sectores que no estén alineados con la estrategia es la práctica más idónea para ver realmente integrado el ESG en la fase de preinversión. Por ejemplo, en el caso de MCH, según su Política de Inversión Responsable, están comprometidos a “invertir en empresas con modelos de negocio sostenibles, con un compromiso ESG y una visión a largo plazo. Cada vehículo de inversión gestionado por MCH tiene su propio Reglamento de Gestión y su propia lista de exclusión con detalles como las restricciones de inversión y actividades excluidas” (MCH, 2021). Asimismo, a modo de ejemplo en lo que respecta a una lista de exclusión, ProA Capital en su Política de ESG afirma que “sus fondos no invierten en compañías cuya actividad principal consista en alguna de las siguientes actividades: (i) la producción o distribución de tabaco y de productos relacionados con el tabaco; (ii) los juegos de azar; (iii) la venta directa, suministro, producción o distribución de armamento moderno o de armas militares; (iv) la clonación humana; o (v) cualquier actividad relacionada con organismos modificados genéticamente” (ProA Capital, 2021).

FASE DE PROPIEDAD

La fase de propiedad o “*holding period*” es el periodo en el cual el *Private Equity* tendrá la responsabilidad de involucrarse activamente en el negocio y contribuir a su desarrollo y crecimiento, una vez que ya se ha producido la entrada de capital. Esta es la fase en

donde realmente se genera el mayor valor añadido para la compañía participada, dado que se produce una entrada de conocimientos y experiencia que contribuyen significativamente a la mejoría del negocio en cuestión y a una verdadera creación de valor. No obstante, el grado de implicación variará acorde con la mayor o menor representación que tenga el *Private Equity* en el Consejo de Administración de la compañía participada.











En lo que respecta al ESG, también se trata de la fase donde mayor impacto se puede generar. El papel del *Private Equity* durante esta etapa será “reforzar las compañías participadas en el desempeño ESG, promoviendo una inclusión activa de las cuestiones ESG relevantes en sus actividades y supervisando sus mejorías periódicamente” (MCH, 2021). Según PwC y ASCRI, en esta fase la articulación de las cuestiones ESG se debe realizar a través de: la integración del ESG al ámbito de gestión interno de la participada, creación e implementación de un plan de acción y su monitorización y análisis de progreso (PwC y ASCRI, 2021).

La integración del ESG al ámbito de gestión de la participada consiste en crear una posición responsable única y exclusivamente de las cuestiones ESG dentro de la compañía participada, en el caso de que no existiese ya de antemano. Es verdaderamente necesario para que haya una alineación constante y orden respecto a los objetivos y metas que se quieran cumplir.

Por otro lado, la creación de un plan de acción en materia de ESG es imprescindible. Este plan se basa en los riesgos y oportunidades identificados en la *Due Diligence ESG* previa a la adquisición, análisis que ya tenía en cuenta las características específicas de la compañía (sector, geografía, principales *stakeholders*, etc.). A la hora de desarrollar el plan de acción en materia de ESG, resulta pertinente que en función de las características específicas de cada compañía, se prioricen unos u otros temas. Los objetivos de ESG serán muy diferentes entre las distintas compañías participadas de un *Private Equity*, lo cual es evidente dado que no todas las empresas comparten un mismo modelo de negocio.

Según PwC y ASCRI en su “Guía de inversión responsable para el sector del *Private Equity* y *Venture Capital* en España” (2021), el plan de acción puede incluir, entre otras, cuestiones como: “el desarrollo o adaptación de las políticas corporativas para la integración de cuestiones ESG, la identificación y priorización de los ODS a los que contribuye, la de definición de un sistema de gestión de riesgos ESG o el desarrollo de formación dentro de la entidad, entre otros”. Debe incluir objetivos específicos e ir acompañado de un sistema de monitorización, por ejemplo, en forma de Cuadro de Mando formado por indicadores (KPIs) muy concretos.

Tabla II: Indicadores clave de Miura Partners en materia de ESG

E S G														
2019 2020	Water consumption (m ³)	Fuel consumption (kWh)	Electricity consumption (kWh)	Scope 1 emissions (Tn CO ₂ eq)	Scope 2 emissions (Tn CO ₂ eq)	Non dangerous waste (kg)	Dangerous waste (kg)	Accidents	Total employees	Total women	Total men	Training hours	Ethics Code complaints	ESG incidents
	12,311	9,030,268	4,742,021	2,127	2,730	843,648	87,205	16	498	172	326	1,937	0	0
	19,627	6,790,718	5,950,882	1,588	1,346	816,915	80,342	7	625	147	478	5,213	0	0
	15,109	19,708,142	11,679,000	4,213	836	4,099,265	542,000	78	1,228	87	1,141	8,406	0	0
	14,867	15,219,685	10,376,000	3,018	613	3,247,096	530,406	75	1,263	84	1,179	9,833	0	0
	ND		ND		ND	ND	ND	1	139	103	36	3,517	0	0
	ND		ND		ND	ND	ND	2	134	89	45	1,160	0	0
	11M	6,082,804	46,366	10,124	5,977	9,341,000	23,500	382	1,090	481	609	13,819	0	0
	9.8M	9,071,355	46,806	12,515	12,744	11,496,000	30,000	284	2,707	1,110	1,597	12,117	0	0
	2,200		283,066		88	6,290	24	5	235	92	143	792	0	0
	1,585		189,735		59	1,471	3	2	234	90	144	554	0	0
	7,812	63,611,519	8,556,589	12,850	2,653	11,381	0	10	216	72	144	1,286	0	0
	6,264	62,972,161	8,550,786	12,720	2,651	595,428	10,984	18	235	84	151	1,530	0	0
	1,364		128,948		40	---	0	1	179	139	139	1,639	0	0
	901		64,904		20	1,050	0	6	214	162	162	1,426	0	0
	ND		1,707,091		529	ND	ND	55	378	168	210	0	0	0
	ND		2,021,421		627	ND	ND	173	406	193	213	3,601	0	0
	ND		3,983,306		1,235	ND	ND	91	549	186	363	900	0	0
	13,757		2,262,130		701	108,514	3,356	38	392	128	264	1,203	0	0
	---		---		---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
	924		432,617		134	13,427	0	0	43	12	31	541	---	0

Fuente: Miura Partners ESG Report, 2021.

A modo de ejemplo, la Tabla II muestra los indicadores generales en materia de ESG que comparten las diferentes compañías en cartera de Miura Partners, correspondiente a su Informe de Sostenibilidad del 2021. Ejemplos de indicadores que son relevantes para cada una de las dimensiones de ESG, muchos de los cuales abarca Miura Partners, son: en cuanto al medioambiente; emisión de gases contaminantes, consumo energético, contaminación de aguas y generación de residuos... en cuanto al ámbito social; aceptabilidad social, retención de empleados, formación, diversidad, condiciones laborales, accidentes laborales... y en cuanto al ámbito de gobernanza; responsabilidades y roles de gobierno, diversidad en la dirección del consejo, transparencia, corrupción y soborno, blanqueo de capitales y derechos humanos, entre muchos otros (PwC y ASCRI, 2021).

No obstante, cabe destacar que, como bien se mencionaba anteriormente, a los indicadores generales se le debe añadir los indicadores personalizados para cada empresa según sus características individuales. Estos son imprescindibles para la maximización en la creación de valor. Por ejemplo, en el caso de Miura Partners, una de sus empresas participadas es el Grupo Saona, dedicado al sector de la gastronomía, con 26 restaurantes de cocina cosmopolita y mediterránea situados en Madrid y Valencia. Su estrategia en materia de ESG para 2020-2023 se basa en torno a los siguientes indicadores clave: reducción del 10% de sus emisiones de carbono, reducción del consumo de plástico e implementación de un sistema de reciclaje de plásticos en todas sus instalaciones, reducción del desperdicio de alimentos y aumento de las compras a proveedores locales (Miura Partners, 2021).

FASE DE DESINVERSIÓN

Finalmente, la fase de desinversión o “*exiting*” es aquella en la cual se refleja el impacto derivado de la participación del *Private Equity* en las empresas participadas. Todos los cambios incorporados por la gestora durante el periodo de participación en lo relativo a gestión, procesos o cambios en la cadena de valor, entre muchos otros, se ven reflejados en el precio de venta en línea con el valor generado.

Lo mismo ocurre con respecto al ESG. “El impacto de la aplicación y el mantenimiento de una estrategia de ESG durante las fases de inversión y propiedad deberían reflejarse en la fase de desinversión, ya que la mejora de los resultados ESG contribuye a aumentar el valor de la empresa” (MCH, 2021).

De cara a incorporar el ESG al proceso de venta, las gestoras de *Private Equity* deben realizar un Análisis de Desempeño para comprender la evolución de la compañía durante la fase de propiedad. Este análisis sirve para poder comprender todos los pasos seguidos en materia de ESG, los avances y los puntos pendientes a tratar. De esta manera, el potencial comprador tendrá todas las herramientas para poder seguir en la misma línea. Este análisis se puede llevar a cabo a través de una *ESG Vendor Due Diligence*, documento formal que pone en valor de manera muy detallada todas las acciones implantadas desde la formalización de la inversión (PwC y ASCRI, 2021). Se trata de un documento que informará sobre la estrategia implementada, los avances respecto a ésta, los principales riesgos identificados y planes de mitigación implementados, así como oportunidades futuras para crear valor.

5. CONCLUSIONES Y MIRADA HACIA EL FUTURO

El presente trabajo de fin de grado abarca de manera exhaustiva, en base a fuentes de información tanto primarias como secundarias, los principales rasgos de la industria del *Private Equity*, los criterios ESG y su integración a la industria española del *Private Equity* en la actualidad. A partir de su análisis detallado se extraen las siguientes conclusiones principales:

- ◆ La industria española del *Private Equity* se encuentra en pleno auge. Se trata de una alternativa de inversión y financiación que se ha vuelto cada vez más atractiva a lo largo de los años, con volúmenes de inversión que han alcanzado niveles históricos en la actualidad. Por un lado, los *limited partners* (*family offices*, fondos de pensiones, inversores públicos, aseguradoras, etc.) han incrementado significativamente su interés por la inversión en el Capital Privado, caracterizado por su foco en el medio y largo plazo, su descorrelación con los activos tradicionales y su atractiva rentabilidad. Por otro lado, el crecimiento en el volumen de inversión en compañías españolas ha incrementado significativamente, sobre todo a partir de 2014, con una tasa de crecimiento compuesta anual del 25,44% hasta 2019. Los fondos internacionales tienen un papel fundamental en el *large market* español, mientras que las gestoras de *Private Equity* nacionales son las líderes del *middle market*, con máximos históricos tanto en volumen como en número de inversiones en el año 2020. Las perspectivas respecto al futuro son optimistas y se espera que la actividad de la industria siga incrementando.
- ◆ El ESG ha llegado para quedarse. Si bien es cierto que el término tiene menos de dos décadas de antigüedad, en la actualidad el ESG (por sus siglas en inglés *Environmental, Social and Governance*) se ha convertido en un lenguaje común para analizar y evaluar las prácticas de una empresa más allá de las métricas financieras y operacionales tradicionales. Se ha vuelto imprescindible la consideración de los factores ambientales, sociales y de buen gobierno a la hora de analizar la estrategia de una compañía, lo que permite identificar potenciales riesgos y oportunidades para la creación de valor. Además, el ESG viene acompañado a su vez de los Objetivos del Desarrollo Sostenible desarrollados en 2015, los cuales también han cogido una

importancia muy significativa como hoja de ruta para las estrategias de las empresas en la actualidad. Así pues, hoy en día, en las agendas de los gobiernos corporativos, los consejos de administración y los comités de dirección, los temas que están en pleno apogeo son las preocupaciones por la sostenibilidad, la integración de los criterios ESG y por tanto la consideración de temas medioambientales, sociales y de buen gobierno y la búsqueda de retornos para todos los *stakeholders* vinculados a la empresa.

- ◆ El ESG tiene un papel primordial en el futuro de la industria del *Private Equity* español. El futuro del sector estará fuertemente marcado por la incorporación del ESG y las políticas de inversión responsable. En el corto-medio plazo, la integración del ESG a todo el ciclo de inversión y al ámbito de gestión de las gestoras de *Private Equity* va a ser una cuestión de “*do or die*”, imprescindible de cara a las normativas nacionales y europeas, el levantamiento de nuevas rondas de financiación y la maximización en la creación de valor.
- ◆ El cambio regulatorio a nivel europeo en materia de sostenibilidad es el principal motor en la consideración del ESG en la actualidad, aunque aún le falta camino en el proceso de unificación. Con iniciativas a nivel europeo como la Directiva 2014/95/UE de Información no Financiera (NFRD), la Ley 11/2018 en materia de Divulgación de Información no Financiera y Diversidad y la Ley 7/2021 de Cambio Climático y Transición Energética a nivel nacional; la consideración del ESG ya no es una opción. Los cambios regulatorios están haciendo a todas las empresas e instituciones retratarse en materia de ESG y promoviendo una transformación y un cambio de mentalidad. No obstante, cabe destacar que el mayor reto ahora es buscar unificación y transversalidad en este proceso, ya que el marco regulatorio está avanzando notablemente pero todavía no existen una manera única de reportar la información no financiera, ni tampoco procesos de control unificados y comunes para todos los países. Según Ramón Pueyo, socio responsable de Sostenibilidad y Buen Gobierno de KPMG en España (como se citó en KPMG, 2021), en la actualidad nos enfrentamos a tres grandes dificultades. En primer lugar, se necesita una definición única y exclusiva del ESG a nivel global. En segundo lugar, resulta imprescindible

que haya una unificación respecto a cómo se mide, ya que existen diferentes metodologías o maneras para saber si un activo cumple los criterios ESG. Por último, actualmente es complicado explicar si un activo o compañía está cumpliendo o no con los factores ESG. Se necesita un sistema de control a nivel global que sea capaz de verificarlo. Con la nueva Directiva de Informes de Sostenibilidad Corporativa (CSRD) vigente a partir de 2023, la finalización por parte del EFRAG un sistema de reporte “universal” para Europa hacia el año 2024, el Reglamento 2019/2088 de Divulgación de Finanzas Sostenibles que entró en vigor en 2021 y la finalización del Reglamento de Taxonomía aplicable a partir del 2023, se espera que la integración del ESG sea mucho mayor y que se comience a ver una mayor unificación y orden en cuanto a las metodologías de reporte y los controles. No obstante, probablemente todavía queda mucho camino por recorrer y tendrán que darse numerosos cambios en el marco regulatorio hasta que finalmente se llegue a un lenguaje y una normativa común y estandarizada a nivel mundial.

- ◆ La incorporación del ESG será imprescindible de cara a los inversores en las nuevas rondas de fundraising. Cada vez son más los *limited partners* que exigen que su capital vaya destinado a compañías donde se incorporen los criterios ESG, tanto en el periodo de preinversión como en la estrategia de crecimiento durante el periodo de posesión. Van a exigir documentación formal sobre cómo incorporan las gestoras el ESG a su gestión interna (querrán ver responsabilidad interna, una Política de Inversión Responsable, Política de *Reporting*, formación interna en materia de sostenibilidad y adhesión a directrices e iniciativas sectoriales) y durante el ciclo de inversión (tanto durante el periodo de preinversión, propiedad y desinversión), que respalden sus compromisos y declaraciones. En este sentido, aquellas gestoras que no incorporen el ESG verán como poco a poco irán perdiendo valor de forma significativa.
- ◆ Las herramientas tradicionales para la creación de valor ya no serán suficientes. En el entorno altamente competitivo del Capital Privado, los gestores de *Private Equity* deberán hacer un esfuerzo muy grande para crear valor. Ya no valdrán las herramientas tradicionales como la reducción y optimización de costes, los cambios

en el equipo directivo y profesionalización en la cadena de valor... sino que ahora el asesoramiento estratégico deberá ir más allá. La integración del ESG al ciclo de inversión y sobre todo al periodo de participación será primordial. El *Private Equity* deberá reforzar el desempeño ESG de la compañía participada, con la integración del ESG al ámbito de gestión interno de la participada, creación e implementación de un plan de acción y su monitorización y análisis de progreso. De esta manera, se generará un efecto muy positivo, contribuyendo a la creación de valor y a la identificación de oportunidades y mitigación de riesgos potenciales. Además, en la fase de desinversión se podrá ver reflejado el valor añadido creado gracias a los esfuerzos durante el periodo de participación, lo que contribuirá a un mayor múltiplo de salida en el momento de venta.

6. CONTRIBUCIONES

En base al presente estudio se pueden distinguir principalmente dos tipos de contribuciones, las cuales se encuentran desarrolladas a continuación.

CONTRIBUCIÓN AL ÁMBITO ACADÉMICO

El análisis exhaustivo de la industria española del *Private Equity*, de los criterios ESG y finalmente el estudio de la cohesión entre ambos campos será útil para todo aquel que quiera aprender desde cero sobre el tema en cuestión. Permitirá que el lector se sitúe en el presente y sea capaz de entender en su totalidad la actualidad sobre la integración del ESG en el ámbito del *Private Equity*.

De esta manera, no solo permitirá una comprensión íntegra del presente, sino que también llevará a que se inicien futuras líneas de investigación, en donde se podrá indagar sobre las principales cuestiones que marquen la realidad del ESG en el futuro.

CONTRIBUCIÓN AL ÁMBITO EMPRESARIAL

Por otro lado, también se trata de un estudio que pretende ser de utilidad para el mundo empresarial, concretamente para la industria del *Private Equity* española y para las empresas españolas participadas o con intención de ser participadas en un futuro por un *Private Equity*.

Ayudará a que los gestores comprendan la relevante importancia del ESG en el mundo actual; de tal manera que, si aún no se la han dado, el presente estudio les sirva de introducción a las principales razones por las que deberían de dársela y de ayuda a cómo integrar el ESG en su día a día. Además, también sirve de guía para los directivos y dueños de empresas para la comprensión de cómo se produce o producirá la incorporación del ESG a sus empresas y la importancia que tiene en la actualidad.

7. LIMITACIONES

Si bien es cierto que el presente trabajo ha pretendido abordar el tema en cuestión de la manera más detallada posible, existen una serie de limitaciones que se reconocen a continuación.

- ◆ En primer lugar, la investigación analiza la integración del ESG en el ámbito del *Private Equity* exclusivamente en el ámbito español, atendiendo a las regulaciones a nivel nacional y europeo y las características primordiales que a este ámbito atañe. En este sentido, no se realiza el análisis respecto a la integración a nivel mundial. Esto implicaría un marco regulatorio mucho más amplio y un análisis que abarcara no solo el *Private Equity* del *middle market*, en el que se centra principalmente el presente estudio, sino que también del *large market* y del sector de *Venture Capital* a nivel mundial.
- ◆ Seguidamente, el análisis se ha realizado en un momento en el tiempo en el cual todavía la integración real del ESG a la industria está en su pleno inicio, con un recorrido de a penas tres o cuatro años. Todavía queda mucho camino por recorrer, sobre todo en lo que respecta al ámbito regulatorio de cara a dar lugar a una unificación en la incorporación del ESG, los criterios de presentación y el tipo de controles. En este sentido, en un futuro sería conveniente analizar cómo ha evolucionado el tema en cuestión, una vez se hayan producido mayores avances.
- ◆ Finalmente, cabe destacar que el presente estudio se ha basado fundamentalmente en el análisis de fuentes de información secundaria de carácter público (informes de las Naciones Unidas y de empresas de consultoría, artículos de prensa, literatura académica e informes de gestoras de *Private Equity*, entre otras). Además, también se ha podido recurrir a información primaria con dos entrevistas a personas importantes dentro de la industria del *Private Equity*. No obstante, ha habido numerosas fuentes de información secundaria de carácter confidencial a las cuales no se ha podido tener acceso, limitando un estudio aún más exhaustivo.

8. FUTURAS LINEAS DE INVESTIGACIÓN

Este estudio ha avanzado considerablemente en la comprensión en su totalidad del ESG, la industria del *Private Equity* en España y la integración de ambos conceptos. Se ha dado a conocer la situación en la que se encuentra la industria del *Private Equity* en la actualidad y la evolución que se ha dado en la incorporación de los factores ambientales, sociales y de buen gobierno.

No obstante, dado que existen cuestiones interesantes que no se han podido abarcar, se podrían llevar a cabo futuras investigaciones que continúen y complementen al análisis del presente trabajo. Entre ellas se encuentran:

- ◆ El análisis de viabilidad de la existencia de gestoras de *Private Equity* que continúen invirtiendo en empresas que por su naturaleza no comparten características con el ESG ni con los Objetivos de Desarrollo Sostenible.
- ◆ El estudio de las similitudes y diferencias en la integración del ESG al ámbito del *Private Equity* a nivel nacional y europeo frente a la integración en Estados Unidos, donde aún queda mucho camino por recorrer y las regulaciones y directrices difieren de aquellas impulsadas a nivel europeo.
- ◆ El estudio de la evolución en la integración el ESG al ámbito del *Private Equity* español en un futuro, una vez consolidado el ámbito regulatorio y pasado un periodo de tiempo considerable (de cara a poder ver los cambios frente a la realidad actual).

El análisis de estas futuras líneas de investigación sería muy enriquecedor para complementar y continuar con el análisis del presente trabajo, el cual se presenta como una introducción al mundo del ESG y su reciente incorporación al ámbito del Capital Privado.

9. BIBLIOGRAFÍA

Abante, 2020. *¿Qué es el 'Private Equity' y qué ventajas ofrece?*. Blog Abante. Disponible en: <<https://www.abanteasesores.com/blog/que-es-el-private-equity-y-que-ventajas-ofrece/>>.

Alonso Cogollos, C., 2019. *Novedades introducidas por la ley 11/2018, de 28 de diciembre, en materia de información no financiera y diversidad*. Actualidad Jurídica Uría Menéndez. Disponible en: <<https://www.uria.com/documentos/publicaciones/6537/documento/foro-esp-05.pdf?id=8742#:~:text=Entre%20las%20novedades%20m%C3%A1s%20relevantes,para%20las%20sociedades%20cotizadas%20en>>.

ASCRI, 2021. *Informe 2021 Actividad Venture Capital & Private Equity en España*. ASCRI. Disponible en: <<https://ascricapital.org/wp-content/uploads/2021/04/Informe-ASCRI-2021.pdf>>.

ASCRI, 2022. *Private Equity - Capital privado*. ASCRI. Disponible en: <<https://ascricapital.org/que-es-el-capital-riesgo/private-equity/>>.

ASCRI, 2022. *Venture Capital - ¿Qué se conoce como Venture Capital?*. ASCRI. Disponible en: <<https://ascricapital.org/que-es-el-capital-riesgo/venture-capital/>>.

Bailach Aspa, M., 2022. *¿Cómo afecta la taxonomía verde europea a las finanzas empresariales? - Auren España*. Auren España. Disponible en: <<https://auren.com/es/blog/como-afecta-la-taxonomia-verde-europea-a-las-finanzas-empresariales/>>.

Balboa, M. y Martí, J., 2003. *An Integrative Approach to the Determinants of Private Equity Fundraising*. SSRN. Disponible en: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=493344>.

Camacho, I., Fernández, J., González, R. y Miralles, J., 2013. *Ética y responsabilidad empresarial*. Bilbao: Desclée de Brouwer, pp.244-273.

Casado, R., 2021. *El capital riesgo batirá la inversión de 6.275 millones alcanzada en 2020*. Eleconomista.es. Disponible en: <<https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/11522724/12/21/El-capital-riesgo-batira-la-inversion-de-6275-millones-alcanzada-en-2020.html>>.

Christino, C., 2021. *ESG: el nuevo paradigma de los negocios - Cronología*. Soft Expert Excellence Blog. Disponible en: <<https://blog.softexpert.com/es/esg-cronologia/>>.

CNMV, 2022. *CNMV - Boletín Internacional marzo 2022*. CNMV. Disponible en: <[Cohen, Y., 2021. *Who cares, wins: ESG standards are taking over the investment sphere*. The New Times - Rwanda's Leading Daily. Disponible en: <<https://www.newtimes.co.rw/business/who-cares-wins-esg-standards-are-taking-over-investment-sphere>>.](http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu_id=3&jera_id=52&cont_id=925#:~:text=El%20Reglamento%20establece%20que%20los,consideren%20actividades%20econ%C3%B3micas%20medioambientalmente%20sostenibles.>>.</p></div><div data-bbox=)

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

Domínguez, M., 2020. *Taxonomía europea: ¿cómo afecta a las gestoras?* Eleconomista.es. Disponible en: <<https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/10526949/05/20/Taxonomia-europea-como-afecta-a-las-gestoras.html>>.

Domínguez, M., 2021. *La taxonomía, un hito, aunque aún incompleto, de la Comisión Europea*. Eleconomista.es. Disponible en: <<https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/11174091/04/21/La-taxonomia-un-hito-aunque-aun-incompleto-de-la-Comision-Europea.html>>.

Fanter, T., Baker, A. y Graff, C., 2021. *The History & Evolution of ESG*. RMB Capital. Disponible en: <<https://rmbcapital.com/news-insights/history-evolution-esg>>.

Fatemi, A., Glaum, M. y Kaiser, S., 2017. *ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure*. Elsevier. Disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1044028316300680?casa_token=t6pE2_orVU8AAAAA:FuYw9ITVjPN9hMjhujn05yPeH5wjtiOVkZg50GnnJSbynTtGkbXL2o-BHX61CezkDuo5nYALnA>.

Financial Times, 2018. *Who cares wins in the brave world of ESG?* Disponible en: <<https://www.ft.com/content/64ce9225-0c55-3256-967c-5fae6622c637>>.

Fisher Investments, 2020. *La interesante historia de la inversión ESG*. Disponible en: <<https://inbestia.com/analisis/la-interesante-historia-de-la-inversion-esg>>.

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

Gómez, A., 2021. *La regulación ESG impacta en las compañías cotizadas*. Funds&Markets. Disponible en: <<https://dirigentesdigital.com/bolsas-y-mercados/la-regulacion-esg-impacta-en-las-companias-cotizadas>>.

Guilanyà, A. y Mazaira, D., 2016. *Un repaso a la historia del Capital Riesgo y una mirada hacia su futuro a partir de su funcionamiento y agentes principales*. Instituto Español de Analistas Financieros. Disponible en: <https://www.ieaf.es/images/Publicaciones-FEF/estudio-los-retos-de-la-financiacion-del-sector-empresarial/UN_REPASO_A_LA_HISTORIA_DEL_CAPITAL_RIESGO.pdf>.

Higson, C. y Stucke, R., 2012. *The Performance of Private Equity*. London. Disponible en: <<https://ssrn.com/abstract=2009067>> o <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2009067>>.

Investeurope.eu, n.d. *About private equity | Invest Europe*. Disponible en: <<https://www.investeurope.eu/about-private-equity/>>.

J.P. Morgan, 2021. *Environmental, social and governance integration | J.P. Morgan Private Bank*. Disponible en: <<https://privatebank.jpmorgan.com/gl/en/services/investing/sustainable-investing/esg-integration>>.

Kaplan, S. y Stromberg, P., 2009. *Journal of Economic Perspectives - Leverage Buyouts and Private Equity*. 23rd ed. pp.121–146.

KPMG, 2021. *2021, el año en el que el Private Equity salió fortalecido - KPMG Tendencias*. Disponible en: <<https://www.tendencias.kpmg.es/2021/12/2021-ano-private-equity-salio-fortalecido/>>.

KPMG, 2021. *El Private Equity, un mercado en pleno auge - KPMG Tendencias*. Disponible en: <<https://www.tendencias.kpmg.es/2021/12/private-equity-mercado-pleno-auge/>>.

Martí Pellón, J., 2007. *El Efecto del Capital Riesgo*. Disponible en: <<http://pdfs.wke.es/5/5/0/6/pd0000015506.pdf>>.

Matesanz, V., 2021. *Reglamento SFDR en materia de sostenibilidad: lo que debes saber sobre los artículos 8 y 9*. Finect.com. Disponible en: <<https://www.finet.com/usuario/vanesamatesanz/articulos/reglamento-sfdr-sostenibilidad>>.

MCH, 2021. *MCH Private Equity Investments SGEIC, S.A. Política de Inversión Responsable*. Disponible en:

<https://mchprivateequity.mch.es/documents/POL%C3%8DTICA_DE_INVERSI%C3%93N_RESPONSABLE_DE_MCH.pdf>.

Miura Partners, 2021. *Miura Partners ESG Report 2021*. Disponible en: <<https://miura.partners/wp-content/uploads/2021/06/MIURA-PARTNERS-ESG-REPORT-2021.pdf>>.

Naciones Unidas, 2006. *Principles for Responsible Investment*. United Nations Global Compact. Disponible en: <<https://www.unpri.org/download?ac=10970>>.

Naciones Unidas, 2022. *THE 17 GOALS | Sustainable Development*. Disponible en: <<https://sdgs.un.org/es/goals>>.

Nieto, A., 2022. *2021, el año del despegue de la regulación ESG*. Eleconomista.es. Disponible en: <<https://www.eleconomista.es/inversion-sostenible-asg/noticias/11593370/01/22/2021-el-ano-del-despegue-de-la-regulacion-ESG.html>>.

Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa, 2020. *La revisión de la directiva de información no financiera*. Disponible en: <<https://observatoriosc.org/la-revision-de-la-directiva-de-informacion-no-financiera/>>.

Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa, 2021. *¿Cómo deberá adaptarse la Ley de Información no Financiera y Diversidad a la nueva Directiva de informes de sostenibilidad corporativa? - Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa*. Disponible en: <<https://observatoriosc.org/como-debera-adaptarse-la-ley-de-informacion-no-financiera-y-diversidad-a-la-nueva-directiva-de-informes-de-sostenibilidad-corporativa/>>.

Peña, I. y Mañueco, P., 2018. *Cuadernos de Información Económica, N.º 264 (mayo – junio): Innovación Financiera: Criptoactivos y Sandbox*. Funcas, pp.37-43. Disponible en: <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/264art05.pdf>.

PRI, n.d. *What are the Principles for Responsible Investment?* Disponible en: <<https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>>.

PRI. 2022. *Signatory directory* / *PRI*. Disponible en: <<https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/signatory-directory>>.

Prieto, B., n.d. *Traducir las siglas ESG al lenguaje financiero: por dónde empezar - KPMG Tendencias*. KPMG Tendencias. Disponible en: <<https://www.tendencias.kpmg.es/2021/11/traducir-esg-lenguaje-financiero/>>.

ProA Capital, 2021. *Política ESG de ProA Capital. Actualización 2021*. Disponible en: <https://proacapital.com/wp-content/uploads/2021/09/ProA_-Politica-ESG-es.pdf>.

PwC y ASCRI, 2021. *Guía de inversión responsable para el sector del Private Equity y Venture Capital en España*. PwC. Disponible en: <<https://www.pwc.es/es/publicaciones/transacciones/assets/inversion-responsable-guia-private-equity.pdf>>.

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

PwC, 2021. *2022 EU Private Markets: ESG Reboot*. PwC Global AWM Research Centre - PwC Luxembourg. Disponible en: <<https://www.pwc.lu/en/sustainable-finance/docs/pwc-eu-private-markets-esg-reboot.pdf>>.

PwC, 2022. *El capital riesgo ya incorpora los criterios ESG como un factor relevante en sus decisiones de inversión*. Disponible en: <<https://www.pwc.es/es/sala-prensa/notas-prensa/2021/capital-riesgo-criterios-esg-decisiones-inversion.html#:~:text=As%C3%AD%20lo%20revela%20el%20informe,tomar%20sus%20decisiones%20de%20inversi%C3%B3n.>>>.

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

RPS Group, 2022. *ESG considerations during fundraising*. Disponible en: <<https://www.rpsgroup.com/services/advisory-and-management-consulting/due-diligence/expertise/esg-considerations-during-fundraising/>>.

RPS Group, 2022. *Top 5 ESG-related questions limited partners ask during fundraising*. Disponible en: <<https://www.rpsgroup.com/insights/nam/top-5-esg-related-questions-limited-partners-ask-during-fundraising/>>.

Sanahuja, J. A. y Tezanos Vázquez, S., 2017. *Del milenio a la sostenibilidad: retos y perspectivas de la Agenda 2030 para el desarrollo sostenible*. *Política y Sociedad*, 54(2), pp. 521-543. Disponible en: <<https://doi.org/10.5209/POSO.51926>>.

Schenk, M., 2015. *¿Qué significa Series-A y Series-B en la financiación de Startups?* Startups Españolas. Disponible en: <<https://www.startups-espanolas.es/2015/08/31/que-significa-series-a-y-series-b-en-la-financiacion-de-startups/>>.

Singular Bank, 2021. *Invirtiendo con responsabilidad: inversión ESG, SRI y de impacto.* El blog de Self Bank by Singular Bank. Disponible en: <<https://blog.selfbank.es/invirtiendo-con-responsabilidad-inversion-esg-sri-y-de-impacto/>>.

Spainsif, 2021. *La inversión sostenible y responsable en España - Estudio Spainsif 2021.* Madrid. Disponible en: <https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2021/10/Spainsif_Estudio_Anuual_2021.pdf>.

United Nations, 2004. *Who Cares Wins. Connecting Financial Markets to a Changing World.* The Global Compact. Disponible en: <https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf>.

Web Capital Riesgo. 2021. *Miura Partners incorpora a Esther Sarsa como Directora de Sostenibilidad en un año récord en actividad inversora.* Disponible en: <<https://www.webcapitalriesgo.com/miura-partners-incorpora-a-esther-sarsa-como-directora-de-sostenibilidad-en-un-ano-record-en-actividad-inversora/>>.

Zozaya González, N. y Rodríguez Guerra, J., 2007. *Situación actual del capital riesgo en España y en el mundo.* Madrid: Dirección General de Política de la PYME. Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Disponible en: <<http://www.ipyme.org/Publicaciones/SituacionCRSpain.pdf>>.