



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

ESG Y EL PRIVATE EQUITY

Autor: Ana Mori Vázquez

Tutor: Esther Vaquero Lafuente

Curso 2022/2023

ÍNDICE

Resumen	3
Palabras clave	3
Abstract	4
Key words	4
1. INTRODUCCIÓN	5
1.1. Motivación	5
1.2. Metodología	5
2. LOS CRITERIOS ESG	6
2.1. ¿Qué son los criterios ESG?	6
2.2. Evolución de los criterios ESG	9
3. PRIVATE EQUITY	14
3.1. ¿Qué es el Private Equity?	14
3.2. Estrategias de inversión	15
3.3. Valores diferenciales	19
3.4. Private Equity en España	22
4. ADAPTACIÓN DE LOS CRITERIOS ESG EN LOS <i>PRIVATE EQUITY</i>	29
4.1. Elementos impulsores a la adaptación	29
4.1.1. Regulación	30
4.1.2. Inversores	33
4.1.3. Oportunidades de transformación y de creación de valor	35
4.2. Integración de los criterios ESG al modelo del <i>Private Equity</i>	38
4.2.1. Gestión interna	39
4.2.2. Actividad de la gestora	41
5. PERSPECTIVAS DE FUTURO	48
6. CONCLUSIONES	50
BIBLIOGRAFÍA	52

ÍNDICE DE FIGURAS

Gráfico 1: Procedencia de los nuevos recursos para las entidades de Capital Privado privadas españolas por tipo de inversor (LP) en 2021	21
Gráfico 2: Evolución de los últimos 10 años (2012-2021) de la inversión en España por tipo de entidad de PE y VC (en millones de €)	25
Gráfico 3: Evolución de los firmantes del pacto UNPRI (2006- 2021).....	31
Gráfico 4: Captación de fondos ESG de los mercados privados europeos (en miles de millones de euros	34
Tabla 1: Aspectos clave ESG	7
Tabla 2: Indicadores ESG para las empresas participadas de Portobello	45

Resumen

La creciente sensibilización y preocupación a nivel global por los problemas medioambientales, sociales y gubernamentales ha dado lugar a un movimiento liderado por empresas, gobiernos y la población mundial en general, consolidado bajo el término ESG. En este contexto, los gobiernos y empresas de todas las industrias están viendo cómo la integración de los criterios ESG se ha convertido en algo fundamental para sus decisiones diarias. Las gestoras de Private Equity no son una excepción y han visto la necesidad de integrar el ESG en su modelo de negocio para ser competitivas en el largo plazo.

El cambio normativo a nivel europeo en materia de sostenibilidad, junto con la demanda de los inversores y la creación de valor y mitigación de riesgos, son los principales motores que impulsan la integración del ESG en el sector del Private Equity. En este sentido, el presente trabajo analiza la manera en la que se está produciendo la integración de los criterios ESG en el modelo de negocio del Private Equity, un sector en pleno auge.

La integración de los criterios ESG se está llevando a cabo mediante la incorporación de herramientas y metodologías específicas para la evaluación de los riesgos y oportunidades en materia de sostenibilidad de los proyectos de inversión, la inclusión de criterios ESG en la estrategia de propiedad y la integración de los mismos en los procesos de desinversión. Además, se están implementando políticas internas y programas de formación para el personal de las gestoras de Private Equity y se están desarrollando prácticas de transparencia y reporting en materia de ESG para los inversores. De esta forma, se busca no sólo cumplir con las expectativas de los inversores, sino también contribuir a la construcción de una sociedad más justa y sostenible.

Palabras clave

ESG, Capital Privado, sostenibilidad, *Private Equity* (PE), inversores, regulación

Abstract

Growing global awareness and concern about environmental, social and governmental issues has given rise to a movement led by companies, governments and the world's population at large, consolidated under the term ESG. In this context, governments and companies, both public and private, across all industries are seeing how the integration of ESG criteria has become central to their day-to-day decisions. Private equity managers are no exception and have seen the need to integrate ESG into their business model in order to be competitive in the long term.

Regulatory change at the European level on sustainability, together with investor demand, value creation and risk mitigation, are the main drivers for ESG integration in the private equity industry. In this sense, this thesis analyses the way in which the integration of ESG criteria is taking place in the Private Equity business model, a booming sector.

The integration of ESG criteria is taking place through the incorporation of specific tools and methodologies for the assessment of sustainability risks and opportunities in investment projects, the inclusion of ESG criteria in the ownership strategy and the integration of ESG criteria in divestment processes. In addition, internal policies and training programmes are being implemented for the staff of private equity managers and ESG transparency and reporting practices are being developed for investors. In this way, the aim is not only to meet investors' expectations, but also to contribute to building a fairer and more sustainable society.

Key words

ESG, Private Equity (PE), sustainability, investors, regulation

1. INTRODUCCIÓN

1.1.Motivación

El objetivo de este trabajo es profundizar en el análisis de cómo los criterios ESG están siendo integrados en las firmas de *Private Equity*. Se pretende investigar cómo los criterios ESG están siendo incorporados en el ciclo de inversión (preinversión, propiedad y desinversión) y en la gestión interna de las empresas. También se quiere analizar la relación entre los criterios ESG y la demanda y las preferencias de los inversores, ya que estos factores son clave en la captación de capital para los fondos de *Private Equity*.

Por último, cabe destacar la relevancia del tema a tratar ya que la integración de criterios ESG en la industria del *Private Equity* es importante no solo para la conservación del planeta y la búsqueda de una sociedad más igualitaria y justa, sino también para la viabilidad a largo plazo de las empresas y los fondos de inversión. Las empresas que no incorporan criterios ESG en sus estrategias pueden estar perdiendo oportunidades de creación de valor y mitigación de riesgos, así como no estar siendo competitivas en el mercado.

1.2.Metodología

Para la elaboración de este trabajo, se ha adoptado un razonamiento deductivo para la consecución de objetivos específicos. Este enfoque, que se basa en el razonamiento jerárquico, parte de la definición de cada uno de los conceptos importantes a saber para la realización del trabajo, para poder luego establecer relaciones e inferencias entre ellos.

En cuanto a la metodología de investigación, se ha utilizado principalmente el análisis cualitativo, haciendo principalmente uso de fuentes de información secundaria. Como se verá a lo largo del trabajo, como fuente principal se han utilizado informes de empresas de consultoría como PwC, Deloitte o KPMG, informes de Organizaciones Internacional como la OECD, CNMV o las Naciones Unidas, así como informes de asociaciones del sector del *Private Equity*, Spaincap por ejemplo. Además, para la compleción del trabajo, también se ha recurrido a artículos de prensa, literatura académica y páginas oficiales e informes de gestoras de *Private Equity*.

2. LOS CRITERIOS ESG

2.1.¿Qué son los criterios ESG?

Los criterios ESG (del inglés, *Environmental, Social and Governance*) se refieren al aspecto ambiental, social y de gobierno corporativo que se usan para evaluar la actuación de una empresa y que se tienen en cuenta para la decisión de invertir en una empresa. La existencia de estos criterios se remonta a varios años atrás, pero últimamente se están convirtiendo en referencia para la Inversión Socialmente Responsable (ISR).

No existe consenso sobre una lista exacta de problemas y su materialidad, pero la preocupación es que algunos de esos problemas pueden afectar a la creación de valor de una empresa. Estos temas son cada vez más actuales ya que una parte cada vez mayor del valor de las empresas se encuentra en los activos intangibles, y muchos de los problemas que plantean los criterios ESG se relacionan con los intangibles que, en la mayoría de los casos, no se reflejan en los estados financieros tradicionales de las empresas (Cuenta de Resultados, Estado de Flujos de Caja y Balance) (Matos, 2020).

Para entender mejor el concepto de los criterios ESG, vamos a definir a lo que se refiere cada letra:

- La **E** hace referencia a la dimensión ambiental. Mide el impacto que tiene la empresa en el ecosistema, tanto de forma directa e indirecta, como de manera positiva y negativa. Comprende sus emisiones (gases de efecto invernadero), el uso eficiente de los recursos naturales en el proceso de producción (en términos de energía, agua o materiales), la contaminación y los residuos (los derrames), y los esfuerzos de innovación para el diseño ecológico de sus productos (J.P.Morgan, 2023).
- La **S** engloba la dimensión social. Tiene en cuenta el impacto que tiene una empresa con su fuerza laboral, clientes y con la sociedad. Incluye esfuerzos para mantener la lealtad de los trabajadores (calidad del empleo, salud y seguridad, capacitación y desarrollo), satisfacer a los clientes (producir bienes y servicios de

calidad que mantengan seguros a los clientes) y ser un buen ciudadano en aquellas comunidades en las que opera (Deloitte, 2021).

- La **G** representa la gobernabilidad, o buen gobierno corporativo de la empresa. Esta dimensión captura los sistemas establecidos para que la administración actúe en el mejor interés de sus accionistas a largo plazo, que incluyen entre otros salvaguardar los derechos de los accionistas (limitar las defensas contra adquisiciones), tener un directorio en funcionamiento (con experiencia, diversidad e independencia de miembros), mantener políticas de compensación de ejecutivos bien diseñadas y evitar prácticas ilegales, como pueden ser el fraude y el soborno (Deloitte, 2021).

A continuación, en la siguiente tabla, se destacan algunos de los principales problemas ESG a los que las empresas se suelen enfrentar al buscar generar valor a largo plazo:

Tabla 1: Aspectos clave ESG

Medioambiente	Social	Gobierno Corporativo
Cambio climático y emisiones	Satisfacción del cliente	Composición directiva
Contaminación del aire y del agua	Protección de datos y privacidad	Estructura del comité de auditoría
Biodiversidad	Género y diversidad	Soborno y corrupción
Deforestación	Compromiso de los empleados	Denuncias de irregularidades
Eficiencia energética	Relaciones con la comunidad	Compensación directiva
Gestión de residuos	Derechos humanos	Lobbying
Escasez de agua	Estándares laborales	Contribuciones Políticas

Fuente: Elaboración propia a partir del artículo de KPMG: “Traducir las siglas ESG al lenguaje financiero: por dónde empezar” (Prieto, 2021).

De todos estos aspectos, al que más atención se presta es a la financiación climática, y es que el problema de ESG que ha recibido la mayor parte de la atención pública en los últimos años se relaciona con la exposición de las empresas al cambio climático, es decir, al calentamiento global observado desde mediados del siglo XX. Según el Panel Intergubernamental sobre el Cambio Climático (IPCC), la temperatura promedio en todo el mundo es actualmente alrededor de un grado Celsius más altas que la que había en las etapas preindustriales (Matos, 2020).

A medida que aumenta la conciencia y la preocupación de los participantes del mercado sobre los riesgos materiales y no materiales que la transición climática puede plantear a las empresas y a una gama más amplia de partes interesadas, se está produciendo un aumento en el uso de productos de *ESG* como herramientas para evaluar la alineación de las empresas con economías bajas en carbono y para identificar cuestiones de sostenibilidad que pueden tener un impacto financiero significativo (OECD, 2020).

Este creciente interés ha impulsado una mayor demanda de productos *ESG*, lo que ha llevado a los proveedores de calificaciones *ESG* y a los fondos de inversión a trabajar en la integración de métricas que reflejen el impacto medioambiental, la mitigación del riesgo climático y las estrategias hacia las energías renovables en sus evaluaciones. En conjunto, estos esfuerzos se consideran el pilar medioambiental (E) de las calificaciones e inversiones *ESG*.

Las proyecciones climáticas son intrínsecamente inciertas, pero es muy probable que el cambio climático pueda generar riesgos físicos y riesgos de transición (Matos, 2020). Los riesgos físicos ya han empezado a materializarse en la forma de clima extremo y pérdidas por catástrofes naturales que imponen costes directos a la propiedad, el suelo o la infraestructura. Pero también existen los riesgos de transición¹, que van desde “activos varados²” (por ejemplo, reservas de gas y petróleo que permanecerán sin quemar si se quiere limitar el cambio climático) a los riesgos financieros relacionados con el clima que aún no se reflejan en las valoraciones de varios activos (activos potencialmente cancelados por completo o reducidos de valor) para negocios intensivos en carbono.

¹ Pérdidas económicas de una empresa que pueden resultar tanto directa como indirectamente del proceso de adaptación a una economía basada en bajas emisiones de carbono y respetando el medioambiente.

² Activo que pierde su valor de manera imprevista o anticipada.

Muchos legisladores hablan de un vínculo entre el cambio climático y el riesgo en la estabilidad del mercado financiero. Además del riesgo de posibles activos varados, avanzar hacia una economía baja en carbono conlleva costes de ajuste. Este ajuste puede suponer la movilización de grandes cantidades de capital para invertir en la mitigación y adaptación del cambio climático en un corto plazo de tiempo. Estas inversiones incluyen soluciones bajas en carbono, como la energía renovable (parques eólicos), eficiencia energética (edificios ecológicos) y transporte sostenible (vehículos eléctricos).

Como decíamos, las empresas cada vez incorporan más estos criterios ya que los inversores le dan mucho peso a la hora de elegir en qué empresa invertir. Es entonces cuando hablamos de inversión socialmente responsable (ISR) (Deloitte, 2021), que es una filosofía de inversión que integra estos criterios en el proceso de estudio, análisis y selección de valores de una cartera de inversión. Esta inversión sostenible implica considerar no solo los criterios financieros, sino también tener en cuenta las preocupaciones ambientales, sociales y de gobernanza. Este enfoque evalúa a las empresas en función de su estrategia de sostenibilidad y ha experimentado un aumento significativo en popularidad en los últimos años.

2.2. Evolución de los criterios ESG

Al principio, solo se fijaban en estos criterios las agencias de calificación que estaban especializadas en sostenibilidad, centrándose más o menos en un criterio u otro según el sector al que perteneciese la empresa analizada. Los encargados de proporcionar la información a estas agencias, así como a sus clientes, eran los equipos de sostenibilidad y de Responsabilidad Social Corporativa (RSC).

Como veníamos diciendo, la ISR implica incorporar en los procesos de inversión y toma de decisiones los factores ambientales, sociales y de gobernanza, que abarcan una amplia gama de asuntos que tradicionalmente no se consideran en el análisis financiero, pero que pueden tener implicaciones financieras significativas.

El origen del acrónimo ESG se remonta a 1999, cuando Kofi Annan, ex secretario de las Naciones Unidas, en el Foro Económico Mundial de 1999, hizo un llamamiento a los líderes de las principales instituciones financieras para invitarlos a una iniciativa conjunta

que tenía como objetivo encontrar formas de integrar los factores ESG en los mercados de capitales (Kingo, 2023). Crearon así el Pacto Mundial de la ONU, con 9 principios, e incluyeron el décimo en 2004. La iniciativa condujo a la producción del informe titulado “*Who Cares Wins*” un año después, en 2005, que es cuando se acuñó por primera vez el término ESG, que argumentaba que integrar los factores ambientales, sociales y de gobernanza en los mercados de capitales era beneficioso para los negocios y para la sociedad (World Bank Group, 2015).

Aunque el término de ISR ha existido durante mucho tiempo, la inversión ESG se basa en la suposición de que los factores ESG son relevantes financieramente, en lugar de en criterios éticos y morales utilizados por la ISR (Labbé, 2018). Muchos inversores reconocen en la actualidad que la información ESG sobre las empresas es vital para comprender su propósito corporativo, estrategia y calidad de gestión, y es que el aumento de la inversión en ESG se debe entre otros aspectos a su relevancia financiera. El "Informe Freshfield" publicado por la Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP FI) también mostró que los asuntos ESG eran relevantes para la valoración financiera (UNEP, 2009). Estos dos informes (Informe Freshfield y *Who Cares Wins*) sentaron las bases para el lanzamiento de los Principios para la Inversión Responsable (PRI) en 2006 y la Iniciativa de Bolsa de Valores Sostenibles (SSEI) en 2007 (Labbé, 2018).

Desde que la ONU introdujo los PRI, que se basan en los criterios ESG, las inversiones que responden a estos principios han aumentado, con el objetivo de mejorar de manera sostenible la rentabilidad económica. Hoy en día, cumplir con los criterios ESG repercute directamente en la capacidad de recibir inversión, en la reputación, y, por tanto, en la sostenibilidad de una empresa (Avanza Previsión, 2022). A lo largo del tiempo, el SSEI ha experimentado un crecimiento significativo con la ayuda de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) con sede en Ginebra, lo que ha llevado a muchas bolsas de valores a requerir que las empresas que cotizan en bolsa divulguen información ESG o proporcionen guías para informar sobre cuestiones relacionadas con ESG (Workiva, 2023 a) . A pesar de este avance hacia la integración con las inversiones convencionales, el aumento de la inversión ESG no ha sido constante ni homogéneo.

En un principio, los inversores institucionales se resistieron a adoptar el concepto de inversión ESG, argumentando que su responsabilidad fiduciaria se centraba en la maximización del valor para los accionistas sin tener en cuenta los impactos ambientales o sociales, ni otros problemas de gobernanza corporativa como puede ser la corrupción (Álvarez, 2022). Sorprendentemente, estos argumentos aún persisten. Sin embargo, a medida que se acumula la evidencia de que los asuntos ESG tienen implicaciones financieras, la tendencia ha cambiado. En muchos mercados importantes, como EE. UU. y la UE, la integración de los criterios ESG se considera cada vez más parte de la responsabilidad fiduciaria (Labbé, 2018).

La falta de datos y herramientas para manejar información fragmentada e incompleta ha sido un obstáculo importante para la inversión en ESG. Sin embargo, la divulgación corporativa de asuntos ESG ha ido constantemente mejorando desde la creación de la Iniciativa de Reporte Global (GRI) en el año 2000, y la mayoría de las empresas más grandes del mundo utilizan estos estándares (Pinillos, 2022). En general, el mercado de información ESG está evolucionado y, aunque todavía no es perfecto, está mejorando continuamente en términos de calidad. La comunidad global de inversionistas ha desarrollado varios métodos para integrar de manera efectiva la información ESG, como se detalla en “*A Practical Guide to ESG Integration for Equity Investing*” (UNEP Finance Initiative y UN Global Compact, 2016). Entre los factores ESG considerados como relevantes financieramente, destacan los relacionados con el cambio climático. La razón de esto es que el cambio climático ya no es una amenaza futura, sino una que está presente en la actualidad y que tiene consecuencias económicas que se miden en miles de millones de dólares (Álvarez, 2022). Muchas iniciativas respaldadas por inversores están presionando por la descarbonización, y el Grupo de Trabajo sobre Divulgaciones Financieras Relacionadas con el Clima (TCFD) ha impulsado en gran medida la preparación de los riesgos y, por ende, las acciones de descarbonización (Labbé, 2018).

La tendencia al aumento de la inversión ESG también es un indicador de como los mercados y las sociedades están cambiando, y cómo los conceptos de valoración se están adaptando a estos cambios. Las empresas enfrentan el desafío de adaptarse a un nuevo entorno que favorezca productos y servicios más inteligentes, limpios y saludables, dejando atrás los dogmas de la era industrial donde la contaminación era gratuita y el trabajo un factor de coste. Para los inversores, los datos ESG son cada vez más

importantes para identificar aquellas empresas con mejores perspectivas y para evitar aquellas con bajo rendimiento o que no logren adaptarse (Álvarez, 2022). Para los individuos, la inversión ESG ofrece la oportunidad de expresar sus preferencias y valores a través de sus inversiones (Labbé, 2018). Por último, para las autoridades encargadas de la formulación de políticas, el aumento de la inversión ESG es un desarrollo liderado por el mercado muy bienvenido, ya que garantiza que el bien común no se pierda en la búsqueda de ganancias a corto plazo y a cualquier coste (J.P.Morgan, 2023).

Actualmente, la UE tiene una agenda regulatoria ambiciosa respaldada por un fuerte apoyo político para una transición hacia una economía baja en carbono. En 2018, la Comisión Europea publicó el Plan de Acción “*Financiación del Crecimiento Sostenible*”, con varias iniciativas políticas destinadas a reorientar el capital privado hacia proyectos sostenibles para cumplir los objetivos de 2030 con los que se comprometió la UE como parte del Acuerdo de París. Siguiendo las recomendaciones del Grupo de Expertos de Alto Nivel de la UE sobre Finanzas Sostenibles, el paquete incluía una taxonomía para clasificar actividades, estándares y etiquetas de sostenibilidad para productos financieros verdes y desarrollar puntos de referencia de sostenibilidad. Otras propuestas incluían obligaciones para los inversores institucionales de revelar cómo integraron los factores ESG en su proceso de inversión y preguntarles a los inversores sobre sus preferencias de ESG (Matos, 2020).

En la UE y en el Reino Unido, la presentación de informes ESG es obligatoria para la mayoría de las grandes empresas cotizadas. Pronto, muchas más organizaciones con sede en la UE deberán empezar a producir informes ESG como resultado de la Directiva de Informes de Sostenibilidad Corporativa (CSRD). Fuera de Europa, muchos países están haciendo lo mismo, con requisitos obligatorios emergentes en Nueva Zelanda, Canadá y Malasia. En Estados Unidos todavía no es un requisito legal la presentación de informes ESG, aunque la Comisión de Bolsa y Valores ha propuesto la presentación de informes de divulgación climática para las empresas cotizadas a partir de 2024 (Workiva, 2023 a).

La CSRD fue propuesta por primera vez en abril de 2021, siendo la nueva legislación de la UE desarrollada por el Grupo Asesor Europeo de Informes Financieros (EFRAG). Este Informe amplía y reemplaza a la Directiva de Informes No Financieros (NFRD), que ha estado en vigor desde 2018.

Al igual que la NFRD, el CSRD establece requisitos de informes ambientales, sociales y de gobernanza para las empresas. Su objetivo es expandir de manera significativa el alcance de la NFRD, tanto en términos de quién debe informar como de qué debe informarse. Además de a las organizaciones que ya estaban incluidas en el ámbito de la NFRD, el CSRD afectará a todas las empresas con sede en la UE que tengan (1) n volumen de negocios neto de 40Mn € o más, (2) al menos 20Mn € en activos, (3) 250 o más (Workiva, 2023 b).

3. PRIVATE EQUITY

3.1.¿Qué es el Private Equity?

En la actualidad, se han desarrollado opciones de financiación que difieren del tradicional crédito bancario. Estas alternativas se conocen como inversiones alternativas y se distinguen de las inversiones convencionales por factores como su complejidad, liquidez, regulación y método de gestión de fondos. Dentro de este grupo de activos, se encuentra el PE o Capital Privado (Santaella, 2022).

El PE es un tipo de inversión alternativa institucional que implica proporcionar fondos financieros por tiempo determinado a cambio de una participación en empresas, que por lo general no cotizan en bolsa, aunque en algunas situaciones pueden ser empresas cotizadas, que se espera que tengan un crecimiento significativo (Invest Europe, 2023). En esencia, consiste en realizar inversiones profesionales a medio y largo plazo (entorno a 5- 15 años) en empresas pequeñas, medianas o grandes, con el fin de impulsar su desarrollo, consolidarlas y lograr aumentar su rentabilidad.

Los PE tienen diversas fuentes de financiación, incluyendo inversores institucionales, fondos de pensiones, aseguradoras e inversores privados, entre otros (Invest Europe, 2023) . Los PE suelen mantener en cartera las empresas que tienen participadas durante un medio y largo plazo, periodo que consideran necesario para poder tomar decisiones y realizar cambios con impacto a futuro, en lugar de tener que centrarse en resultados a corto plazo, típicos de las empresas cotizadas y de sus accionistas en los mercados bursátiles. Durante este medio y largo plazo durante el cual los PE permanecen en el capital del negocio, se involucran activamente en el mismo, y eventualmente, cuando llega el momento adecuado, venden su participación de la compañía. Durante el periodo de inversión, brindan tanto recursos financieros, que amplían las opciones de financiación más allá de la bancaria, así como su experiencia en el desarrollo del negocio

El objetivo del PE es maximizar su beneficio, invirtiendo primero en la empresa para ayudar en su desarrollo o expansión, dependiendo de su situación en ese momento, y luego ya vender su participación para obtener ganancias (Invest Europe, 2023). Su actividad se mide mediante tres indicadores principales: los volúmenes de inversión, los

niveles de captación de nuevos recursos y los niveles de desinversión en un periodo determinado (Peña & Mañueco, 2018).

Los PE tienen 3 fases a la hora de invertir en una empresa:

1. **Investigación y captación de fondos:** los profesionales se encargan de analizar y evaluar las oportunidades de inversión en empresas y sectores específicos, con el objetivo de identificar aquellas que puedan generar un buen retorno financiero en un plazo razonablemente corto (Rubio, 2019). Esta etapa, que es la primera fase del PE, es fundamental para establecer las bases sólidas de la inversión y asegurarse de que se tomen las decisiones correctas desde el principio.
2. **Aportación del capital:** esta es la segunda fase del proyecto de inversión. El inversor proporciona el capital necesario a cambio de una participación en la propiedad de la empresa que se está financiando. Para garantizar que los recursos se utilicen de manera efectiva y eficiente, se distribuyen de forma fraccionada en el tiempo y se establecen medidas de seguimiento y control para supervisar las actividades de la empresa (Spaincap, 2023). Además, el intermediario encargado de la gestión y disposición de los fondos también lleva a cabo una vigilancia constante sobre el uso de los recursos financieros y la gestión general de la empresa.
3. **Desinversión:** es la tercera y última fase del proceso de PE, que implica la venta de la participación sobre la empresa participada (Santaella, 2022). El objetivo de esta actividad no es mantener la inversión de capital indefinidamente, sino obtener una ganancia mediante la venta de las acciones. En esta fase, es fundamental que los gestores presenten a los posibles inversores interesados las cualidades y el potencial de la inversión futura, cuantificando el rendimiento esperado y proporcionando una explicación detallada sobre cómo se invertirá el capital recaudado. De esta manera, los inversores pueden tomar decisiones informadas y confiar en que su capital se está invirtiendo de manera adecuada y rentable.

3.2. Estrategias de inversión

Los PE se encuentran dentro de la actividad del Capital Privado, que también incluye al *Venture Capital* (VC de aquí en adelante). Las entidades especializadas en Capital Privado se dedican a aportar recursos financieros de forma temporal, generalmente entre

5 y 15 años, a cambio de una participación en empresas no cotizadas, que tengan un alto potencial de crecimiento.

Estas entidades, además de encargarse de la inyección de capital, también ofrecen un valor añadido que se refleja a través del asesoramiento ante determinadas situaciones, credibilidad ante terceros, profesionalización de los equipos, apertura a nuevas perspectivas de negocio, experiencia en otros sectores o mercados, entre otros aspectos (Spaincap, 2023). El principal objetivo del Capital Privado es contribuir al crecimiento y expansión de la empresa para aumentar su valor.

Una vez transcurridos los años previstos del periodo de inversión, y que la empresa participada haya logrado el valor previsto y esté preparada para ser desinvertida, se lleva a cabo un proceso de venta que busca maximizar el valor de la inversión realizada, así como el valor para los demás accionistas y gestores involucrados en el proyecto. Se pueden identificar, según *Spaincap*, diversas estrategias de salida para una inversión de Capital Privado, siendo las principales las siguientes:

- **Venta a un inversor estratégico:** empresas, ya sean nacionales o internacionales, que detectan oportunidades de adquisición en empresas de menor tamaño que no habían considerado antes, seguramente por su dimensión inicial.
- **Oferta Pública de Venta (OPV):** venta de acciones de la empresa en mercados organizados. Sin embargo, esta opción solo puede llevarse a cabo si la empresa cuenta con el tamaño y solidez suficientes para poder tener éxito en el mercado de valores (Breaking Into Wall Street, 2023).
- **Recompra de acciones:** es la propia empresa, o bien los antiguos accionistas de la misma, quienes adquieren de vuelta las acciones de la compañía que fueron vendidas en el pasado a otros inversores, permitiéndoles aumentar su participación en la empresa, o tener un mayor control sobre la misma.
- **Venta a otra entidad de capital privado:** venta de la empresa a otra entidad de Capital Privado que por lo general es de mayor tamaño y tiene mayor capacidad financiera.

Se puede realizar una inversión de Capital Privado en cualquier fase de la vida de una empresa. Como hemos dicho, dentro de esta actividad se encuentran el PE (“Capital Privado”) y el VC (“Capital de Riesgo”), y ambos comparten elementos como pueden ser la participación de un inversor institucional, la inversión de capital o la gestión de empresas no cotizadas, pero ambas presentan características propias, que vamos a pasar a ver.

El VC se encarga de la aportación de capital a una empresa que está en la fase inicial o de desarrollo temprano (Spaincap, 2023). Por lo general, las empresas que reciben la inversión de VC suelen ser aquellas que se encuentran en el ámbito tecnológico o que cuentan con gran capacidad innovadora, es decir, principalmente startups.

La inversión en este tipo de empresas, por lo general, implica una menor cantidad de capital, aunque también presenta un riesgo muy elevado debido a la falta de información y de datos históricos, así como la incertidumbre acerca de la aceptación que puede tener el producto o servicio en el mercado.

A continuación, podemos ver las tres estrategias de inversión de los VC de acuerdo con la clasificación que realiza *Spaincap*:

- ***Seed capital (capital semilla)***: inversión en empresas que se encuentran en la fase inicial de su desarrollo, en la cual todavía no se han lanzado al mercado el producto o servicio que ofrece, y, en consecuencia, no se han generado ventas.
- ***Startup capital (capital arranque)***: financiación destinada a financiar la creación de una empresa, y también puede estar destinada a aquellos casos en los que la empresa ya tiene ventas, pero el EBITDA sigue siendo negativo.
- ***Other Early stage- Late-Stage Venture***: a medida que la *startup* avanza en su desarrollo, es posible que se le ofrezcan oportunidades de financiación más grandes conocidas como *other early stage* o *late stage venture*. Las primeras se refieren a la inversión en una *startup* en la que ya se ha invertido previamente, mientras que la financiación *late stage venture* implica invertir en empresas con un crecimiento sólido, y que tenga unas ventas y EBITDA positivos.

En cuanto a la inversión de los PE, se diferencia principalmente de la inversión de VC, en que aquella va dirigida a empresas que se encuentran en crecimiento o que ya están consolidadas. Podemos diferenciar, atendiendo a la clasificación elaborada por *Spaincap*, cuatro estrategias de inversión de un PE:

- ***Growth Capital* (capital expansión o desarrollo):** una forma de impulsar el crecimiento de una empresa es mediante el uso de fondos para financiar diversas actividades (Legoupil, Gayraud, & Weir, 2005). Estas inversiones implican mayores cantidades de dinero y menor nivel de incertidumbre, ya que se basan en los datos históricos de la empresa, que permiten una evaluación más precisa del riesgo.
- ***Replacement* (capital sustitución):** el PE toma parte del accionariado de la empresa, y es una opción que suele darse en muchas empresas familiares o en situaciones de sucesión. Se utiliza en ocasiones en las que se venden los activos o ramas de actividad empresarial que no son consideradas como estratégicas para la empresa, y que por tanto buscan apoyo financiero en el PE para llevar a cabo un proyecto de escisión y posterior desarrollo independiente.
- ***LBO* (operaciones apalancadas):** compra de empresas mediante el uso de recursos ajenos (deuda) y recursos propios aportados por el propio PE (caja). En estas operaciones, los inversores toman el control de la empresa adquirida, y tienen como objetivo a empresas que tengan flujos de caja estables y lo suficientemente elevados, ya que pagarán los intereses y la amortización del principal de la deuda a través de los flujos de caja. El objetivo de estas operaciones es el de maximizar el retorno de la inversión para los inversores que aportan el capital.
- ***Turnaround* (capital de reestructuración o reorientación):** financiación a empresas que se encuentran en dificultades financieras durante un periodo prolongado de tiempo y que necesitan recursos para poder llevar a cabo transformaciones significativas con el fin de mantener la actividad.

3.3. Valores diferenciales

Las operaciones de Capital Privado ofrecen una serie de valores diferenciales que hacen que se prefiera este tipo de financiación ante otras alternativas. A continuación, analizamos los valores que ofrecen, atendiendo a la clasificación elaborada por *SpainCap*:

- 1. Financiación alternativa:** elemento crucial en la financiación de pequeñas y medianas empresas, y el Capital Privado es uno de los pilares fundamentales de este tipo de financiación. En muchas ocasiones se convierte en un complemento esencial a la financiación bancaria (Abante, 2020). El Capital Privado ofrece una alternativa a la financiación tradicional, proporcionando a las empresas acceso a una amplia gama de instrumentos financieros y estructuras de inversión que pueden adaptarse a sus necesidades específicas.
- 2. Valor añadido:** además de la inyección de capital, las entidades de Capital Privado también ofrecen apoyo en el desarrollo de las empresas. En este sentido, no se limitan únicamente a la aportación de fondos, sino que también aportan la experiencia y conocimientos de sus equipos.
- 3. Consolidación empresarial:** el Capital Privado se ha convertido en una herramienta fundamental para impulsar el crecimiento y competitividad de las empresas. Puede contribuir al crecimiento de las empresas a través de dos vías principales: (1) ayuda a aumentar las ventas, la facturación o el EBITDA de la empresa, por ejemplo, mediante la financiación de nuevas inversiones o la expansión a nuevos mercados; (2) puede contribuir al crecimiento mediante operaciones *build-up*.
- 4. Generación de empleo:** las empresas respaldadas por el Capital Privado tienen un impacto positivo en la creación de empleo, generando empleos de manera más intensa que las empresas que no cuentan con este respaldo.
- 5. Aceleración del crecimiento de las empresas:** el Capital Privado puede acelerar significativamente el crecimiento de las empresas participadas, gracias a la inyección de capital y al apoyo en la gestión empresarial.
- 6. Mejora de la rentabilidad de las empresas:** la financiación a través del Capital Privado puede mejorar la capacidad de las empresas para generar beneficios. El acceso a fondos adicionales y el apoyo en la gestión empresarial ayudan a las

empresas a mejorar su desempeño financiero y a aumentar su capacidad para generar beneficios.

7. **Fomento de la inversión:** la financiación del Capital Privado tiene un efecto multiplicador sobre la inversión de las empresas respaldadas, lo que se traduce en un aumento de la producción.
8. **Apoyo a las empresas en crisis:** Debido a su capacidad para disponer de grandes cantidades de fondos, el Capital Privado se plantea como una alternativa de financiación y como un elemento importante para la recuperación durante la crisis (Alonso, 2022). Además, con la entrada en vigor de la nueva Ley Concursal que entró en vigor en 2022, se espera que las gestoras de Capital Privado desempeñen un papel más destacado en las reestructuraciones empresariales durante las crisis.
9. **Impacto en diferentes sectores:** los fondos de Capital Privado invierten en empresas de una variedad de sectores. Según el informe de Spaincap “*Estimación Venture Capital & Private Equity en España en 2022*”, los sectores que obtuvieron una cantidad mayor de inversión fueron TIC/Internet (24,5%), Productos y servicios industriales (14%) y Hostelería/Ocio (13%) (Spaincap, 2023).

Como hemos mencionado, el PE se presenta como una opción de inversión alternativa, siendo diferente a las inversiones tradicionales, que permite contribuir a la diversificación de la cartera de inversión, así como generar ingresos y aumentar los rendimientos en un contexto de bajas tasas de interés. (BlackRock, 2023). Es, entre otras, por estas razones, por las que esta opción resulta muy interesante para los inversores.

El capital que utiliza el PE proviene de un fondo de PE. La mayoría de estos fondos son "cerrados", lo que significa que los inversores acuerdan proporcionar una cantidad específica de capital para financiar las inversiones en empresas, así como para cubrir los gastos de gestión del PE. Aquí podemos distinguir entre dos tipos de inversores: (1) *General partners* (GPs de aquí en adelante) y (2) *Limited partners* (LPs) (Kaplan & Strömberg, 2009).

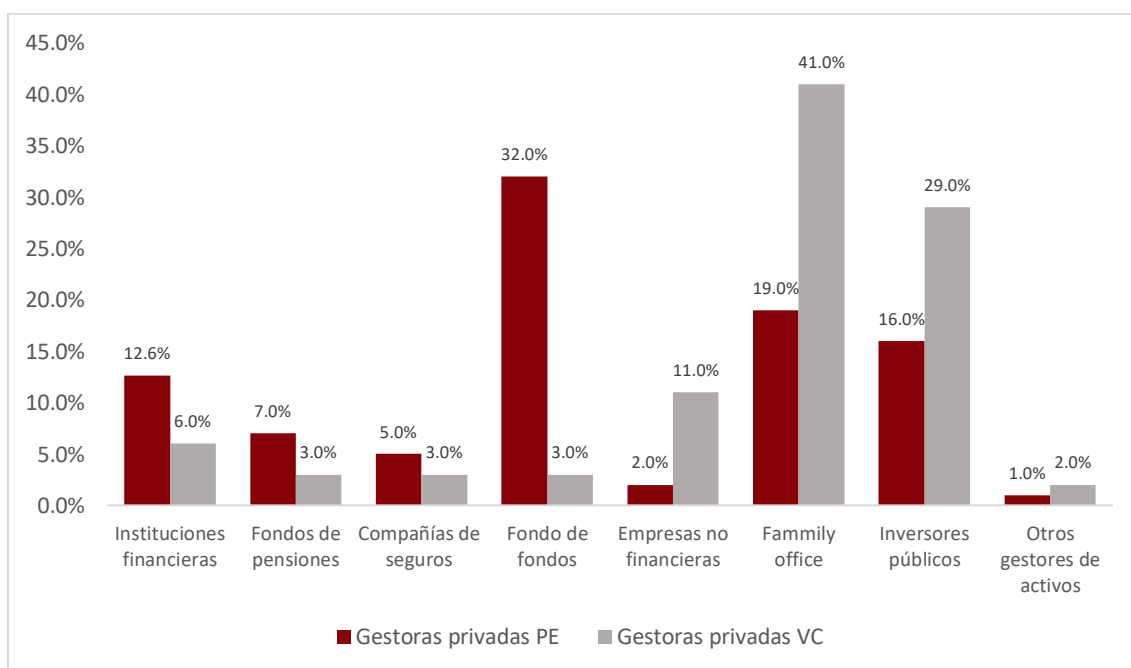
Los GPs son los encargados de gestionar el fondo de PE. Son los responsables de identificar las oportunidades de inversión, de negociar los términos de las transacciones y de la toma de decisiones estratégicas para el fondo. Además, también tienen un interés

personal en el éxito del fondo, ya que su compensación y retribución está vinculada al desempeño del mismo.

Los LPs se encargan principalmente de proporcionar la mayoría del capital al fondo, pero tienen un papel pasivo en la gestión de este. Son los inversores que aportan el capital y confían en la experiencia y en las habilidades de los GPs para administrar y hacer crecer el fondo. Los LPs incluyen, atendiendo al informe de Ascric, entre otros, a instituciones financieras, fondos de fondos, *fammily offices*, inversores públicos y fondos de inversiones.

En 2021, los *fammily offices* fueron la principal fuente de captación de fondos por las entidades privadas nacionales (Ascric, 2022). Pasamos a analizar un gráfico sobre la procedencia de los recursos de las entidades de Capital Privado españolas a partir del Informe de Ascric 2022 “*Venture Capital & Private Equity en España*”:

Gráfico 1: Procedencia de los nuevos recursos para las entidades de Capital Privado privadas españolas por tipo de inversor (LP) en 2021



Fuente: elaboración propia a partir del Informe de ASCRI “*Informe 2022 Venture Capital & Private Equity en España*”.

En 2021, los *fammily offices* se consolidaron como segundo año consecutivo como la principal fuente de nuevos recursos, representando el 26% de los fondos captados. Este

crecimiento responde a su búsqueda de diversificación de la cartera y altos retornos. En los últimos años, los *familly offices* españoles han contribuido con alrededor del 20% del total de los nuevos fondos captados, posicionándose, así, como el principal LP en los fondos levantados por las gestoras españolas de Capital Privado. En segundo lugar, se encuentran los Fondos de fondos, que aportaron el 22% de los recursos. En esta categoría, los fondos de fondos internacionales destacaron con €558 millones. Por último, el sector público, que incluye la asignación del FOND- ICO Global y el FEI, aportó el 20% de los recursos totales.

El inversor (LP) nacional ha sido, durante los últimos tres años, la principal fuente de los nuevos recursos para el sector de Capital Privado en España, contribuyendo en el ejercicio de 2021 con el 60% del total de recursos captados. En lo que respecta a los vehículos de VC, el inversor español se destacó como la principal fuente de nuevos recursos captados, contribuyendo con una suma de €712 millones de los €1.003 millones contabilizados. En el caso de los vehículos de PE, los inversores nacionales también tuvieron un papel destacado, aportando el 54% del total captado para este tipo de estrategia, lo que se tradujo en una cifra de €1.957 millones.

3.4.Private Equity en España

La actividad de los PE lleva siendo regulada en España desde el año 1986, pero no fue hasta 1999 que se estableció un marco jurídico específico para las entidades que ofrecen esta forma de financiación a las empresas. Desde entonces se han renovado y flexibilizado las regulaciones del Capital Privado con el objetivo de abordar las deficiencias en su modelo de crecimiento (Ruiz, 2006). Estas reformas se han orientado a mejorar la seguridad jurídica, simplificar los procesos de autorización, flexibilizar las restricciones de inversión y promover la internacionalización del sector, entre otros aspectos (Peña & Mañueco, 2018).

Esta actividad despegó entre el periodo de 2001 hasta 2007. Durante este tiempo, la actividad inversora experimenta un crecimiento significativo, especialmente a partir de 2005. Este aumento se debe en parte al buen momento del ciclo económico, pero también a una nueva reforma de la normativa que favorece un entorno más favorable para la inversión. Como resultado, se registran niveles anuales de inversión que superan los 4.000

millones de euros en este periodo, lo que indica un aumento sustancial en la confianza de los inversores en el mercado del PE español y en su capacidad para generar oportunidades de inversión atractivas.

Durante los años 2008 y 2013, la economía española sufrió una importante recesión que tuvo un impacto significativo en la industria, lo que se tradujo en una disminución drástica en los niveles de inversión y de captación de fondos en el sector. La explicación del menor dinamismo inversor en estos años se atribuye, en parte, al retraso en las estrategias de salida de muchos fondos que prefirieron esperar a una posible recuperación del escenario de crisis antes de realizar movimientos de inversión y desinversión (Peña & Mañueco, 2018).

Por último, a partir de 2014, ha sido un tiempo de recuperación del crecimiento, que ha sido impulsado por una nueva revisión del marco regulatorio del Capital Privado. Esta revisión tenía como objetivo fomentar una mayor captación de fondos y un crecimiento equilibrado en el sector, y ha dado lugar a un aumento de las operaciones en empresas en fase de desarrollo, como el capital semilla o el venture capital. A lo largo de este período, se ha visto un aumento significativo en la inversión en este tipo de operaciones, (Peña & Mañueco, 2018) alcanzando el ejercicio de 2022 el récord histórico de inversión de Capital Privado español, registrando un número récord de 935 inversiones, con un volumen de inversión de 8.735 millones de euros (Spaincap, 2023).

Tras haber superado la incertidumbre provocada por la crisis sanitaria mundial y de haber mejorado las perspectivas económicas, se ha producido un aumento significativo en la captación de nuevos fondos de Capital Privado en 2021, lo que ha convertido a este año en uno de los mejores de la historia de este tipo de activos a nivel global y el segundo mejor en España. Además de la mayor claridad que se ha logrado en el panorama económico, varios factores positivos han contribuido al buen ritmo de captación de fondos en los últimos años. Entre estos factores se incluyen la disponibilidad de abundante liquidez en el mercado global, las políticas monetarias que han mantenido los tipos de interés en niveles bajos, la volatilidad de los mercados bursátiles y el apetito que los inversores (LP's) tienen por el Capital Privado, debido a las altas rentabilidades que ofrece en comparación con otros tipos de activos (Ascri, 2022). Estos factores han seguido siendo favorables durante el último año y explican la dinámica positiva de esta variable.

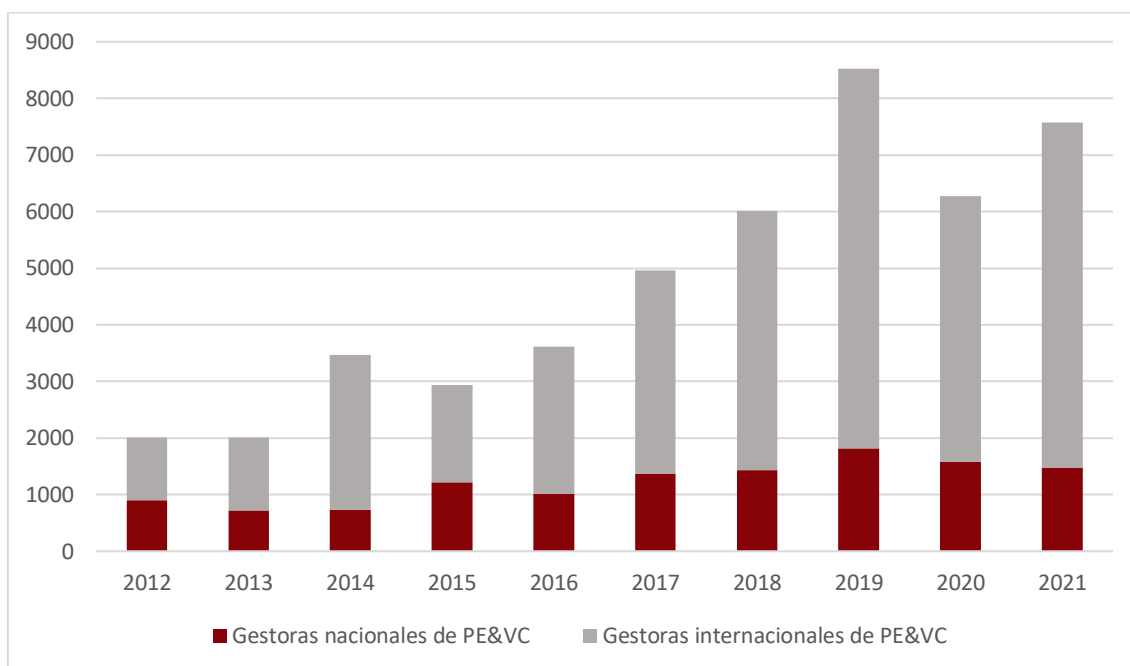
En el caso particular de España, se debe añadir el apoyo que ha brindado el sector público a través de diferentes programas de fondos de fondos, como el Fondo- ICO Global (vehículo inversor para fondos de Capital Privado) gestionado por Axis/ ICO, el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) e Innvierte gestionado por el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI).

Sin embargo, a pesar de que se espera un cambio en las políticas monetarias que podría implicar un aumento en los tipos de interés, lo que ha llevado a un aumento en la competencia global para la captación de nuevos recursos, especialmente por parte de vehículos de gran tamaño paneuropeos, algunos fondos de carácter más local “*country funds*³”, como la mayoría de los fondos españoles, están experimentando dificultades para captar fondos a un ritmo acelerado (Ascri, 2022). Sin embargo, a pesar de este escenario más competitivo, en 2021, las entidades privadas de PE y VC en España lograron captar más de €2.960,9 millones de nuevos recursos, lo que supuso un aumento del 38,7% en comparación con 2020 y el segundo mejor registro histórico después de 2007.

En el siguiente gráfico, pasamos a ver la evolución de la inversión de PE y VC en las empresas españolas:

³ Fondo de inversión que invierte únicamente en valores de empresas de un solo país.

Gráfico 2: Evolución de los últimos 10 años (2012-2021) de la inversión en España por tipo de entidad de PE y VC (en millones de €)



Fuente: elaboración propia a partir de los Informes de ASCRI desde 2012 a 2022.

La inversión en 2021 ha alcanzado €7.572,7 millones, aumentando un 21% con respecto al ejercicio anterior. €6.098,1 millones corresponden a la inversión internacional (81% del total de la inversión), y €1.474,6 millones restantes corresponden a la inversión nacional, que se divide en gestoras públicas y privadas. Si distinguimos entre los dos principales segmentos de este sector, podemos observar que la inversión de PE se situó en 5.464,5 millones, lo que representa un aumento del 0,4% en comparación con el ejercicio anterior, con 160 operaciones de inversión. Por otro lado, la inversión en VC alcanzó un récord histórico al superar los €2.108 millones, suponiendo un incremento del 153% en comparación con el año 2020. En total, se llevaron a cabo en el año 2021 un total de 773 inversiones en el segmento del Capital Privado (Ascri, 2022).

Como veníamos viendo, las gestoras internacionales tienen un papel fundamental en la expansión del sector del Capital Privado en España, ya que en 2021 han supuesto el 80% del volumen total de inversión en Capital Privado en España. A lo largo del tiempo, las gestoras internacionales han experimentado un cambio progresivo en su actividad, pasando de centrarse en inversiones muy específicas destinadas a financiar empresas españolas consolidadas en operaciones de gran envergadura, a participar en un amplio rango de operaciones que abarcan tanto a empresas maduras como a empresas en etapas

iniciales. Este cambio ha implicado una diversificación en los sectores y tipos de empresas en los que invierten, lo que ha contribuido a un mayor crecimiento y desarrollo del mercado de inversión en España (Ascri, 2022).

Los fondos internacionales han demostrado un gran dinamismo en el segmento del VC, lo que ha llevado a registrar un nuevo récord histórico en cuanto al número de inversiones realizadas en startups españolas, con un total de 185 inversiones cerradas. La creciente presencia de estos fondos en el mercado español, especialmente en la financiación de proyectos en las primeras fases de arranque, se debe en gran parte a una oferta de empresas muy atractiva por su enfoque innovador, alta competitividad y potencial de crecimiento. Estas empresas están dirigidas por equipos de gran talento que requieren grandes cantidades de capital, y los fondos internacionales están en posición de responder a estas necesidades dada la madurez que están alcanzando estas *startups*. Además, estos fondos tienen recursos disponibles para invertir gracias al gran tamaño de sus fondos, lo que les permite ser muy activos en el mercado español (Ascri, 2022).

El *middle market*⁴ español sigue siendo el mercado más atractivo, alcanzando un volumen total invertido en este tramo de mercado de €2.436,9 millones, que se repartieron en 94 operaciones, de las cuales 41 se realizaron en VC y 53 en PE (Ascri, 2022).

Se ha observado que los fondos internacionales se han convertido en líderes del *middle market* en España en 2021. Aunque en el mercado español solían ser los fondos nacionales los que lideraban el segmento del *middle market*, por segundo año consecutivo, en 2021, las gestoras internacionales han aumentado su actividad en este tipo de operaciones hasta niveles nunca antes registrados en el país. Este segmento presenta numerosas oportunidades en un contexto actual de elevada competencia por activos de calidad. Una novedad en los últimos años es que a las empresas objetivo de este tipo de inversión que operaban en sectores tradicionales, se les han unido empresas tecnológicas que han alcanzado un grado de madurez que les permite abordar rondas de gran tamaño. Esto ha atraído a grandes fondos internacionales de VC a participar en este segmento en España (Ascri, 2022).

⁴ Inversiones en empresas medianas que implican aportaciones de capital entre €10 millones y €100 millones

Además, se ha producido una recuperación de las operaciones grandes⁵ (*large market o megadeals*), en las que también las gestoras internacionales son protagonistas. Después de haber registrado una disminución en el segmento de grandes inversiones en 2020, en el año 2021 se produjo el segundo mejor resultado histórico por volumen de inversión, alcanzando un total de €4.075 millones. Este sector de inversión sigue siendo liderado únicamente por gestoras internacionales, ya que gracias al tamaño de los fondos que gestionan, tienen la capacidad de abordar operaciones de gran magnitud (Ascri, 2022).

Esta intensa actividad de los fondos internacionales en el *large market* ha impulsado las operaciones apalancadas⁶. Un total de 26 inversiones en *buyouts* recibieron una inversión de €3.654 millones por parte de estos fondos. En los últimos años, las condiciones del mercado han sido propicias para las operaciones de *buyouts* gracias a la facilidad de acceso a la financiación bancaria tradicional, así como a la creciente presencia de fondos de préstamos directos, lo que ha permitido estructuras más flexibles con un menor coste de financiación. En este contexto, las gestoras nacionales de PE aumentaron ligeramente su inversión en *buyouts*, llegando a los €524 millones distribuidos en 23 inversiones (Ascri, 2022).

En 2022, el Capital Privado alcanza récord de inversión en España, al invertirse €8.735 millones (+ 15% que 2021), pero, sin embargo, se captó menos dinero, con un total de €2.011 millones, un 36% menos. En términos de volumen invertido en Capital Privado en España, las gestoras internacionales han aportado el 80% del total en un nuevo récord de los fondos extranjeros (Escudero, 2023). Este hecho reafirma el atractivo de España como destino inversor y pone de manifiesto la confianza de los inversores internacionales en el mercado español de Capital Privado. El aumento de los tipos de interés, la inflación elevada, la inestabilidad de los mercados bursátiles y la intensa competencia de los grandes fondos internacionales son algunos de los factores que han obstaculizado la captación de nuevos fondos tanto para el PE como para el VC en España.

Aunque ha habido una desaceleración en la recaudación de fondos en el sector del PE y VC nacional debido a varias causas previamente mencionadas, esta situación es temporal. La elevada liquidez de los inversores, la apertura a la participación de los inversores

⁵ Inversiones de más de €100 millones por operación.

⁶ Inversión en empresas maduras, en las que se usa equity y deuda externa para la adquisición de la empresa.

minoristas y la apuesta del sector público por el capital privado a través de los programas Fond-ICO Global y Fond-ICO Next Tech son factores que impulsarán el crecimiento del sector en el futuro. Oriol Pinya, el presidente de *SpainCap*, destaca que en la actualidad existen 5.000 millones de euros en fondos de capital privado sin invertir, conocido en el ámbito financiero como *dry powder*, de los cuales 2.000 millones podrían estar disponibles para ser invertidos durante el presente año (2023). “*Aunque los fondos no levantaran dinero durante dos o tres años, habría liquidez de sobra para invertir en las empresas españolas. Aunque eso no ocurrirá*”, considera Pinya (Escudero, 2023).

4. ADAPTACIÓN DE LOS CRITERIOS ESG EN LOS *PRIVATE EQUITY*

No existe un consenso sobre la lista exacta de los criterios *ESG*, en parte debido a que la inversión en *ESG* está en constante evolución. Los inversores institucionales, entre los que se incluyen los PE, se preocupan principalmente por el cambio climático en relación con los criterios *ESG*, así como por la exposición de sus empresas en cartera a los riesgos de carbono y activos varados.

Aunque el mercado de capitales ha demostrado ser efectivo en la asignación de recursos y la creación de riqueza en el pasado, el valor que las corporaciones ofrecen a la sociedad a través de sus bienes y servicios depende del valor conjunto creado por los *stakeholders*, como los proveedores, los trabajadores y las comunidades en las que operan. Recientemente, ha surgido una mayor conciencia social de que las corporaciones deben considerar factores como los riesgos ambientales, las prácticas sociales y los problemas de buen gobierno, ya que estos pueden tener un impacto significativo en el valor de la empresa a largo plazo. Ejemplos notables de incidentes relacionados con los criterios *ESG* incluyen el fraude contable de *Enron Corporation* en 2001, el derrame de petróleo de *Deepwater Horizon* en 2010, la prueba de emisiones falsas de *Volkswagen* en 2015 y el escándalo de privacidad de datos de *Facebook* en 2018 (Matos, 2020).

Las empresas de todo el mundo están adaptando las cuestiones *ESG*, pasando de ser cuestiones secundarias a ser la preocupación estratégica principal. Están reconociendo que estos criterios impulsan la creación de valor y están desarrollando urgentemente una mentalidad proactiva en este ámbito. La encuesta de PwC demuestra que los PE están en este mismo camino y están bien situadas para proporcionar liderazgo, gracias a décadas de experiencia dando prioridad a un enfoque estratégico, a largo plazo y activista de la creación de valor (PwC, 2021 a).

4.1. Elementos impulsores a la adaptación

En los últimos años, los *PE* han experimentado un cambio radical en la importancia y el valor que otorgan a los criterios *ESG* en su negocio. Anteriormente, se consideraba como un producto especializado para una pequeña minoría de inversores, pero ahora se ha

convertido en un marco general que informa sobre el pensamiento estratégico de toda la empresa.

La actitud y el enfoque de los PE han evolucionado en varios aspectos importantes, incluyendo la forma en que valoran los resultados en materia de ESG, cómo los criterios ESG influyen en las decisiones de inversión, el valor de la empresa y/o de los múltiplos, y su compromiso con los inversores y con la información pública (Campillo, 2023).

Esta nueva madurez en la adopción de los criterios ESG por parte de los PE está impulsada por varios factores. En el sector de los servicios financieros en general, se ha producido una mejora significativa de los resultados de los fondos centrados en ESG, lo que ha llevado a que los inversores cambien sus propias normas éticas y se vuelvan más exigentes. También se han considerado el impacto financiero de factores como el cambio de los consumidores hacia productos más sostenibles, las posibles nuevas regulaciones sobre ESG y la influencia en la reputación (negativa o positiva) de las políticas de diversidad e inclusión. En resumen, los PE han pasado de considerar los criterios ESG como un aspecto menor a valorarlos como un elemento central en la toma de decisiones estratégicas y en la creación de valor a largo plazo (PwC, 2021 a). A continuación, vamos a explicar varios de los elementos que están promoviendo esta integración.

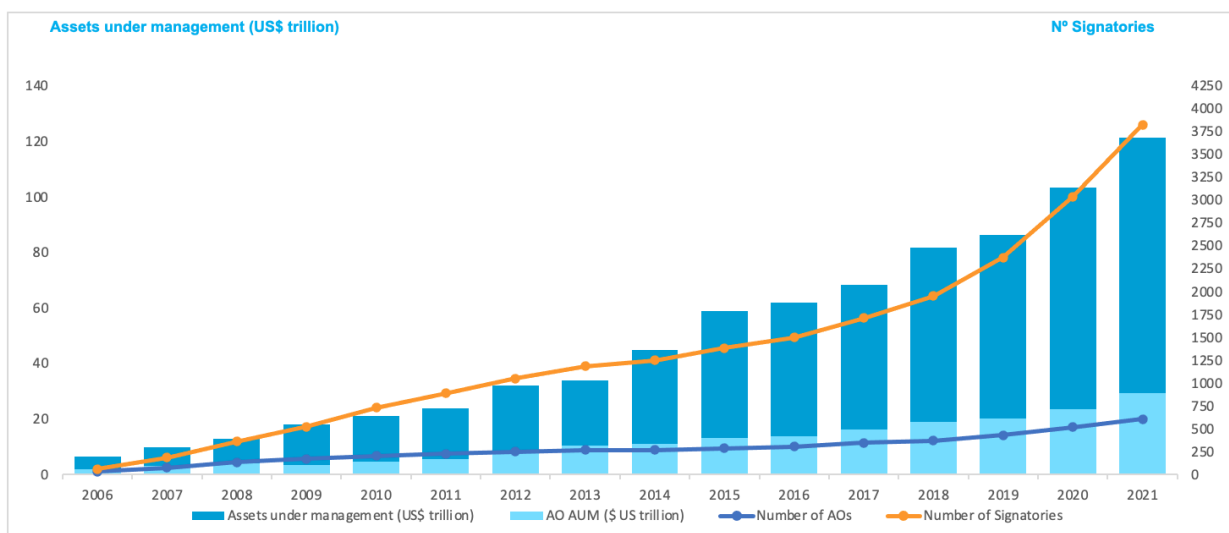
4.1.1. Regulación

En los últimos años, el aumento de las amenazas a la sostenibilidad ha generado un impulso significativo en el marco jurídico de la inversión ESG, lo que ha llevado a un mayor desarrollo de regulaciones y leyes en este ámbito. Además, el respaldo legal ha contribuido a una mayor conciencia y, por lo tanto, a un mayor fomento de la inversión sostenible.

La regulación sobre inversión responsable se originó a partir de los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas (UNPRI). Los Principios de Inversión Responsable (PRI) son seis, y ofrecen una variedad de posibles acciones para incorporar los criterios ESG en la práctica de inversión, y al implementarlos, los firmantes contribuyen al desarrollo de un sistema financiero global más sostenible. Los principios han sido adoptados por una gran cantidad de firmantes a nivel mundial que representan

la mayoría de las inversiones administradas profesionalmente en todo el mundo. Como se ve en el siguiente gráfico, en 2006 había 63 firmantes, alcanzando en 2021 un total de 3.826 firmantes.

Gráfico 3: Evolución de los firmantes del pacto UNPRI (2006- 2021)



Fuente: UNPRI, 2023.

El siguiente suceso en esta forma de regulación fue introducido por los conocidos Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), publicados por la Asamblea General de las Naciones Unidas en 2015. Esta iniciativa consta de una lista de 17 objetivos que se dividen en 169 metas específicas, y que están destinados a acabar con la pobreza, preservar el medio ambiente y mejorar la calidad de vida y las oportunidades de las personas en todo el mundo (Objetivos Desarrollo Sostenible, 2023). El objetivo general es completar todos los aspectos de la agenda para el año 2030.

Como resultado de los ODS, la tercera acción tomada fue la creación del Acuerdo de París, el cual se acordó en la Conferencia de las Partes (COP 21). Es un tratado internacional sobre el cambio climático que fue adoptado por 196 partes y entró en vigor en 2016. Su objetivo principal es limitar el aumento de la temperatura global a un nivel por debajo de los dos grados Celcius en comparación con los niveles preindustriales. Para lograr esta meta, los países se han comprometido a reducir las emisiones de gases de efecto invernadero lo antes posible para conseguir un clima neutral para mediados de siglo (United Nations Climate Change, 2023). El Acuerdo es un hito en el proceso multilateral del cambio climático, ya que establece un acuerdo vinculante que involucra

a todos los países en la lucha común para combatir el cambio climático y adaptarse a sus efectos.

En 2018, se anunció el Plan de Finanzas Sostenibles de la UE. El objetivo principal del Plan es redirigir los flujos de capital hacia las inversiones sostenibles, y es además una de las medidas principales para llevar a cabo el Acuerdo de París y la agenda de la UE para el desarrollo sostenible (Comisión Europea, 2018). Con este objetivo, la Comisión Europea (CE) está trabajando en la implementación de regulaciones que tienen como objetivo afectar directamente al sector financiero. En este sentido, se han desarrollado reglamentos como el de Taxonomía, que busca evitar el *greenwashing*, es decir, el lavado de imagen de las empresas que utilizan términos relacionados con la sostenibilidad de manera engañosa. Asimismo, se ha establecido el Reglamento de Divulgación para fomentar la transparencia en torno a las cuestiones ESG, esto con el fin de garantizar que los participantes en los mercados y los asesores financieros tengan una mayor claridad sobre los aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo relacionados con las inversiones. En definitiva, estas medidas buscan fomentar la inversión sostenible y garantizar que las empresas se comprometan con prácticas responsables en este ámbito.

En marzo de 2021 entra en vigor la SFDR (Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles), que consiste en un conjunto de normas interrelacionadas cuyo objetivo es promover la inversión responsable, y afecta a todos los participantes del sector financiero.

Es un factor clave para la integración de los criterios ESG, ya que dejan de ser una opción para las empresas, pasando a tener carácter obligatorio. El Reglamento establece una clasificación de los instrumentos financieros en tres categorías diferentes (Rey & Palomares, 2022):

- Artículo 6: Productos que no integran los criterios ESG.
- Artículo 8: Productos que promocionan los criterios ESG durante el proceso de toma de decisiones de inversión
- Artículo 9: Productos con un objetivo explícito de inversión sostenible, siendo por tanto los más estrictos.

Este reglamento permite proporcionar mayor transparencia para los inversores, para que puedan tomar decisiones de inversión más conscientes e informadas. La transparencia es el aspecto más importante para los inversores, quienes pueden incluso cambiar sus decisiones de inversión en función del compromiso con la sostenibilidad.

Los fondos nacionales de los artículos 8 y 9, hasta el primer semestre de 2022, alcanzaron el 24,1% del total de fondos captados, siendo su ritmo de captación de fondos superior a la media (Serrano, 2022). La cantidad de fondos calificados como artículo 8 o 9 está en constante crecimiento, y el patrimonio de los productos españoles de este tipo ha alcanzado la cifra de 100.000 millones de euros. Un 33,7% de los activos en fondos de inversión españoles se encuentran en productos clasificados como artículo 8 o 9, lo que representa un aumento significativo respecto al 20% registrado en 2021 (Palomares, 2023).

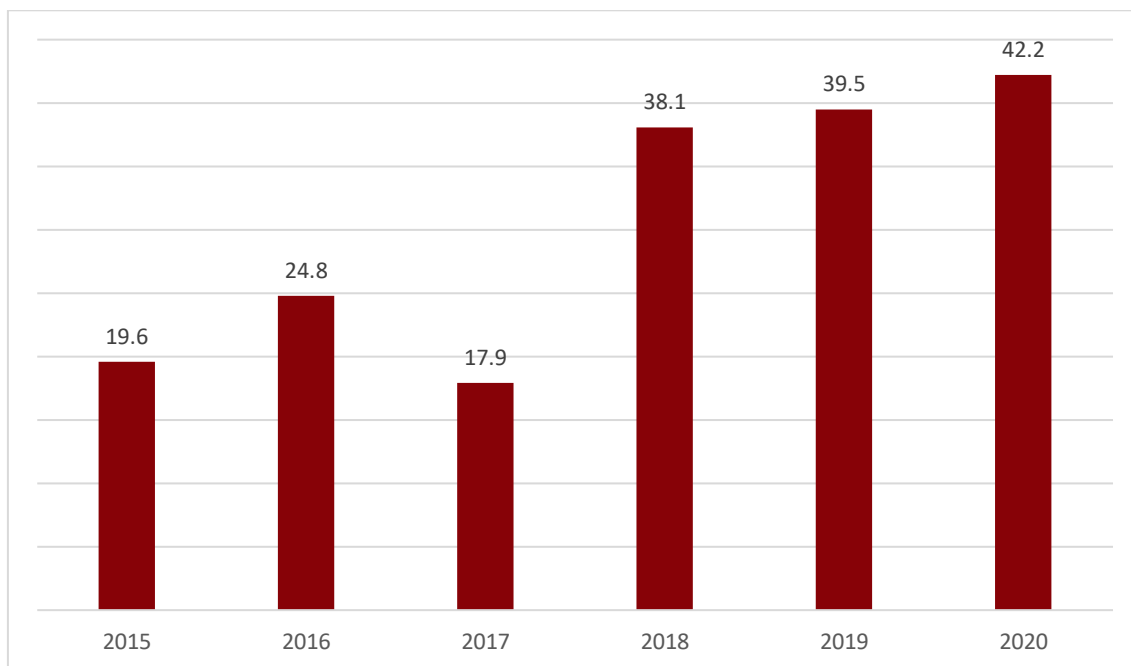
4.1.2. Inversores

Los inversores están tomando cada vez más conciencia de la importancia de manejar los riesgos de sostenibilidad de manera efectiva y del impacto que esto puede tener en el futuro de la prosperidad social y económica. Esta comprensión, combinada con la creciente importancia de mitigar los riesgos de reputación relacionados con el ESG, se refleja cada vez más en las filosofías de inversión de los inversores institucionales (Peña & Mañueco, 2018). Por lo tanto, muchos de los principales inversores fiduciarios de la UE han adoptado estrategias de ESG ambiciosas para lograr una "doble materialidad", priorizando cada vez más los impactos no financieros junto con los rendimientos financieros. Esto, a su vez, está llevando a una proporción cada vez mayor de la base de inversores a exigir que sus gestores de activos asignen sus activos a productos sostenibles (PwC, 2022).

La adopción de los criterios ESG entre los inversores de la UE no se debe únicamente a factores externos como el cambio normativo y la demanda de las partes interesadas. Los LPs también son cada vez más conscientes del papel que el ESG puede desempeñar en la creación de valor y en la mitigación de riesgos. En particular, la dimensión de la gestión de riesgos ha ganado importancia, y los LPs están empezando a darse cuenta de que las consideraciones ESG tienen un impacto material en el valor futuro de sus carteras, así como en la imagen corporativa "externa" que impulsa el valor para los accionistas en general (Capital & Corporate, 2021). Por lo tanto, aunque los factores externos han contribuido a impulsar la adopción de los criterios ESG, los inversores también están viendo la importancia de las consideraciones ESG para maximizar el valor de sus inversiones.

Para entender la creciente demanda de los LPs por los criterios ESG, solo hace falta mirar los fondos recaudados por los fondos de ESG de los mercados privados ⁷ europeos en los últimos años.

Gráfico 4: Captación de fondos ESG de los mercados privados europeos (en miles de millones de euros)



Fuente: elaboración propia a partir del Informe de PwC “*EU Private Markets: ESG Reboots*”

Entre 2018 y 2020, se recaudaron 119,8 mil millones de euros en fondos ESG de mercados privados, casi el doble de la cifra de 62,2 mil millones de euros observada en el período de tres años anterior. Incluso la volatilidad y la incertidumbre causadas por la pandemia no disuadieron a los LPs, y la recaudación de fondos ESG alcanzó un máximo histórico de 42,2 mil millones de euros en 2020.

Cabe destacar también en este aspecto, la carta de Larry Fink, presidente y CEO de BlackRock, que mandó a los directores ejecutivos de las empresas más grandes del mundo en 2020, advirtiéndole que el cambio climático no es solo una crisis estructural a largo plazo, sino que también es un problema real y que tanto las empresas como los inversionistas y los gobiernos deben prepararse para una importante reasignación del capital. En esa carta, que fue también enviada a los clientes de BlackRock, la empresa se

⁷ Mercados Privados engloba *PE, Real Estate, Infraestructura y Deuda Privada.*

comprometió a empezar a considerar el riesgo ESG con el mismo rigor con el que analiza otros riesgos como el riesgo crediticio o el riesgo de liquidez (Fink, 2021).

A través de esta carta manifestó su compromiso por la neutralidad climática en 2050, pidiendo a las empresas participadas una estrategia largoplacista junto con un plan que articule esta transición. Un ejemplo adicional es el Fondo de Inversión de Pensiones del Gobierno de Japón (GPIF), el fondo de pensiones más grande del mundo. En 2017, revisó sus principios de inversión para incluir criterios los ESG, y su director de inversiones afirmó que, en lugar de tratar de vencer al mercado, la responsabilidad del GPIF es hacer que los mercados de capital sean más sostenibles. Un último ejemplo es el enfoque de desinversión en empresas de carbón y energía adoptado recientemente por Norges Bank Investment Management (NBIM), la institución que administra el fondo soberano de riqueza de Noruega, después de haber anunciado en 2012 sus expectativas de gobierno corporativo para las empresas en su cartera, y centrándose ahora en cuestiones ambientales (Matos, 2020).

4.1.3. Oportunidades de transformación y de creación de valor

Hasta hace poco tiempo, el principal motivo por el que las empresas de Capital Privado incorporaban los criterios ESG en sus estrategias era por *compliance*, esto es, para cumplir con las normativas. Sin embargo, esto está cambiando y ahora se está convirtiendo en una dimensión principal para analizar las inversiones. Se está pasando de enfocarse únicamente en los riesgos, a considerarse también las oportunidades que presentan estos criterios. Los líderes de estas empresas ven un creciente potencial en la transformación y creación de valor, así como en la preservación del valor a través de la implementación de medidas de eficiencia ecológica y energética que pueden reducir costos. Los criterios *ESG* están siendo reconsiderados por las empresas de Capital Privado, ya que no solo son los inversores, sino que también son los consumidores quienes demandan cada vez más los productos y servicios de empresas que sean responsables en todos los aspectos de su gestión. Esta idea viene explicada en la encuesta llevada a cabo por PwC en 2021, sobre el “*Capital Privado y la ESG*”, que vamos a comentar para explicar este aspecto.

En cuanto al enfoque y aplicación de los criterios ESG en el Capital Privado, se ha observado un cambio significativo en los últimos años. En 2019, la gestión de riesgos era el factor más importante para la actividad de ESG, pero en 2021 este factor ha caído al

cuarto lugar. En su lugar, los encuestados por PwC⁸ han otorgado una mayor importancia a la creación de valor, factor que nunca había sido considerado anteriormente. Este hecho evidencia que las empresas de Capital Privado están adoptando una actitud más proactiva en cuanto a la integración de los criterios ESG.

Las últimas tendencias en sostenibilidad, como la economía circular, la neutralidad de carbono (*Net Zero*), la inclusión en la contratación y la tecnología aplicada al cambio climático, están causando una alteración del *status quo* en el mundo empresarial, lo que a su vez está generando nuevas oportunidades de inversión. En sectores como la alimentación, la moda y el transporte, se están creando nuevas empresas que ofrecen productos más sostenibles, y esto está transformando tanto las preferencias de los consumidores como las estrategias de inversión y adquisición de las principales firmas de Capital Privado (PwC, 2021 b).

Los socios directores de las empresas de Capital Privado han comenzado a reconocer que las cuestiones ESG presentan una oportunidad comercial real. Cada vez hay más de ellos que comprenden que alinear un negocio con la transición hacia la sostenibilidad puede generar oportunidades de creación de valor, y que los criterios ESG son una herramienta importante de transformación, junto con la digitalización y la internacionalización (Ballesteros, Diaz-Noriega, Elola, & Ramos, 2021). Según la encuesta, un poco más de la mitad de los participantes ha rechazado una posible inversión o acuerdo debido a consideraciones relacionadas con el medio ambiente, la sostenibilidad y el gobierno corporativo. Además, la noción de que los criterios ESG son de gran importancia como para ser centralizados en un departamento específico de las empresas está ganando fuerza. Según la encuesta, más de la mitad de las empresas de Capital Privado encuestadas consideran que los socios de la compañía tienen la responsabilidad final de estas cuestiones y de las inversiones responsables (PwC, 2021 b).

La *Net Zero*, previamente mencionada, es una iniciativa que se lanzó en La Conferencia de las Naciones Unidas sobre Cambio Climático de 2019 (COP25) en la que más de 500 empresas se comprometieron a acelerar la reducción de sus emisiones de carbono con el objetivo de alcanzar cero emisiones netas para el año 2030. Esto representa un adelanto

⁸ Encuesta que explora las opiniones de los GPs y LPs sobre la inversión responsable, en la que han participado 209 PE de todo el mundo.

de 20 años respecto a las metas establecidas en el Acuerdo de París para lograr la neutralidad de carbono en 2050. (Velasco, 2021). Esta estrategia de creación de valor puede abarcar tres estrategias de inversión diferentes (Bascones, 2021):

- Retorno *Net Zero*: Adquirir activos con una alta huella de carbono, disminuir sus emisiones de forma considerable y luego venderlos a un precio más elevado. Por ejemplo, adquirir centrales térmicas de carbón a bajo costo y transformarlas para utilizar biomasa en su lugar.
- Arbitraje *Net Zero*: Adquirir activos con bajas emisiones de carbono antes de que el CO2 sea un obstáculo mayor puede ser una estrategia de inversión beneficiosa para aprovechar un mayor rendimiento competitivo en el futuro.
- Disrupción *Net Zero*: Se trata de adquirir compañías que ya ofrezcan productos o soluciones relacionados con el clima en sus primeras etapas de desarrollo y luego expandirlas en el mercado para lograr un mayor éxito y crecimiento.

La integración de estos criterios establece una relación de rentabilidad- riesgo. Los inversores buscan informarse y obtener el máximo rendimiento de sus inversiones, pero no a cualquier coste (Silos, 2021). Los inversores necesitan conocer el origen de los retornos de su cartera y asegurarse de que su patrimonio no se utiliza para financiar actividades perjudiciales para la sociedad o el medio ambiente, o que vayan en contra de sus valores éticos.

Las empresas que implementan prácticas ESG pueden generar un impacto positivo en su valor financiero. Este valor se produce principalmente a través de dos canales: (1) incrementar el retorno del capital, o (2) reducir el coste del capital (Silos, 2021).

Atendiendo al informe del Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) de 2021: “*El Rol de las finanzas en una economía sostenible*” (IEAF, 2021), vemos las razones que explican como las empresas que tienen en cuenta los criterios ESG pueden aumentar su valor y reducir riesgos.

Una empresa puede aumentar su retorno del capital apostando por la sostenibilidad de la siguiente manera:

- El desarrollo sostenible puede representar una oportunidad para las empresas líderes en la transformación, ya que la transición hacia la sostenibilidad impactará

en las tasas de crecimiento, dependiendo del nivel de preparación de cada empresa.

- Si la empresa alinea sus objetivos con los intereses, valores y expectativas de la sociedad, puede lograr mayor relevancia en el mercado (por ejemplo, mayor fidelización del consumidor con la marca, lo que puede justificar un precio más elevado).
- Lograr mayor eficiencia, al producir “más por menos”, lo que puede contribuir a una expansión de los márgenes operativos.
- Si la empresa persigue un propósito en sintonía con las preocupaciones y valores de sus empleados, puede atraer talento, mejorar la productividad y aumentar la satisfacción laboral de los empleados

En cuanto a diferentes maneras que tiene la empresa para reducir el coste del capital, observamos las siguientes:

- Las empresas que son más sostenibles tienen menor riesgo, lo que se traduce en una reducción de la volatilidad de los beneficios y de los flujos de caja. Esta disminución del riesgo proviene principalmente de una menor probabilidad de enfrentar eventos inesperados y controversias relacionadas con los aspectos ESG, y de la capacidad de las empresas de tener una estrategia sólida y estable.
- En los últimos años, los aspectos ESG se han vuelto un factor clave para los inversores, ya que una empresa con un buen desempeño en sostenibilidad envía una señal positiva al mercado, lo que aumenta la demanda de sus instrumentos financieros y facilita el acceso a un mayor número de inversores. Esto se traduce en un aumento del precio de las empresas que tienen un mejor desempeño en este ámbito.

4.2. Integración de los criterios ESG al modelo del *Private Equity*

Una vez vistos los principales elementos impulsores a la adaptación de los criterios ESG por parte de los PE, pasamos a ver como se lleva a cabo la integración de los criterios en los modelos de negocio de las gestoras, tanto en la gestión interna como en todo el proceso de inversión de la gestora. Para lograr una integración eficaz de las cuestiones ESG, es importante comenzar analizando y entendiendo la situación actual de la empresa, así

como el nivel de ambición en esta área, que será influenciado tanto por las demandas externas como por las internas.

Una vez se haya identificado el nivel de madurez de la empresa y se haya establecido el nivel de ambición a corto, medio y largo plazo, es necesario definir el compromiso que se desea adquirir, la metodología que se utilizará, el seguimiento que se llevará a cabo y los recursos que se asignarán para garantizar una correcta integración y cumplimiento de los objetivos ESG.

4.2.1. Gestión interna

El sector de Capital Privado es fundamental en el fomento del desarrollo sostenible, impulsando el avance en prácticas comerciales sostenibles mediante la provisión de financiación y la influencia en la toma de decisiones a nivel directivo (PwC, 2019). Los líderes mundiales consideran que “se debe predicar con el ejemplo y que es fundamental adoptar prácticas y principios ESG en sus propias organizaciones que sean un modelo de referencia” (Franklin Templeton, 2020). Es importante mantener un compromiso constante con la gestión y la estrategia de la gestora. En este sentido, hay una serie de prácticas que se están volviendo esenciales en cuanto a la gestión interna de las gestoras.

En primer lugar, en el ámbito de la gestión empresarial, es fundamental contar con al menos una persona encargada de abordar las cuestiones ESG, ya sea como parte de otras funciones y roles, o de manera exclusiva para este propósito específico. Dependiendo de los recursos disponibles en la organización, estas responsabilidades pueden ser asignadas a un equipo más grande de profesionales (PwC y Ascri, 2021). Es importante tener en cuenta que la designación de una persona o equipo responsable de cuestiones ESG puede mejorar la eficacia de la gestión en relación con estos temas, así como aumentar la visibilidad y la relevancia de las prácticas ESG dentro de la organización. Es cierto que en España la mayoría de las gestoras han empezado por designar equipos responsables de cuestiones ESG como parte de otras responsabilidades, pero cada vez es más común que estas entidades nombren a directores exclusivos de ESG, otorgándoles un alto cargo dentro de la organización. Ejemplo de ello es el caso de Altamar, que involucrada con la sostenibilidad, cuenta con un gobierno corporativo en materia de ESG dividido en tres

niveles: Comité de ESG, Grupo de Trabajo ESG y Equipo ESG (Altamar, 2021), cada uno con funciones, deberes y objetivos diferenciados.

Para continuar, es necesario que las gestoras definan una estrategia de inversión responsable para el posterior desarrollo de una Política de Inversión Responsable (PwC y Ascri, 2021). En el caso de Altamar, ha implementado un conjunto de estrategias para garantizar que los criterios ESG se integren adecuadamente en sus procesos de inversión. Cada año, el Comité de ESG aprueba un Plan de Acción que establece los principales objetivos relacionados con estos aspectos, así como las acciones específicas que se deben llevar a cabo para lograr estos objetivos. Estos objetivos están alineados con los ODS y se fijan indicadores clave de rendimiento (KPIs) y metas para cada acción con el fin de medir el grado de cumplimiento de cada uno de los objetivos al final del periodo (Capital & Corporate, 2021). En resumen, Altamar está comprometida con la integración de criterios ESG en sus procesos de inversión y utiliza un enfoque sistemático y riguroso para garantizar su implementación efectiva. Hoy en día, atendiendo al estudio⁹ llevado a cabo por PwC y Ascri, “*Guía de inversión responsable para el sector del Private Equity y Venture Capital en España*”, 14% de las gestoras disponen de equipos que se dedican de manera exclusiva a las cuestiones ESG y un 75% cuentan con una Política de Inversión Responsable.

Asimismo, una de las decisiones fundamentales que se deben tomar en el marco del diseño de un programa de inversión responsable es la relativa al *reporting* de cuestiones ESG. Dicho *reporting*, que hace referencia a la información que se recopila y divulga sobre aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo, se considera prioritario ya que permite a los inversores conocer el impacto que sus decisiones tienen en estos ámbitos y evaluar la sostenibilidad a largo plazo de sus inversiones. Con el creciente reconocimiento de que el desempeño ESG contribuye al desempeño financiero, los GPs se han vuelto más rigurosos en la recopilación de datos ESG. A menudo, recopilan un conjunto estándar de indicadores clave de desempeño de sus empresas participadas de forma anual o incluso trimestral. (Eccles, Shandal, Young, & Montgomery, 2022). En consecuencia, es necesario establecer una estrategia clara y efectiva de *reporting* ESG desde el inicio del programa de inversión responsable, a fin de garantizar la transparencia

⁹ Estudio elaborado a partir de los datos basados en las respuestas a la encuesta de PwC y Ascri, en la que participaron 32 firmas de PE y VC españolas, entre otras, Alantra, Arcano, Nazca Capital o Portobello.

y la coherencia de las acciones que se lleven a cabo en este ámbito. Como ya habíamos mencionado anteriormente, tanto en la UE como en Reino Unido, el *reporting* ESG es obligatorio para las empresas que cotizan en bolsa, muchas más organizaciones con sede en la UE deberán comenzar a producir informes ESG como resultado de la Directiva de Informes de Sostenibilidad Corporativa (CSRD).

Por último, otro de los elementos clave para incorporar los criterios ESG en la gestión interna de los PE es la formación y concienciación de toda la plantilla con el fin de lograr una efectiva implementación de la Política de Inversión Responsable. En un estudio llevado a cabo por PwC en 2019, el 53% de los encuestados afirmaron que en 2019 su equipo de inversión había recibido formación en inversión responsable, en comparación con el 46% en 2016 o el 29% en 2013 (PwC, 2019). Si atendemos al caso concreto de MCH, uno de los principios de su estrategia de inversión responsable es “*Asegurar el conocimiento interno en cuestiones ESG*”, que se implementa de manera interna a través de la formación, que se lleva a cabo al menos una vez al año y en cualquier momento que sea requerido, siguiendo las instrucciones del responsable de ESG y del Equipo de Apoyo de ESG (MCH, 2021).

4.2.2. Actividad de la gestora

Levantamiento de Fondos

Como se ha estado estudiando previamente, la creciente demanda de los LPs ha sido uno de los principales factores que ha impulsado la integración de los criterios ESG en todos los aspectos del Capital Privado. Los LPs ahora requieren que se tomen en cuenta estos criterios y, lo que es más importante, quieren entender la manera en la que se están incorporando y conocer más sobre los sitios a los que se destinan sus aportaciones de capital.

En la actualidad, es esencial que las gestoras proporcionen información adecuada a los LPs que están interesados en las cuestiones ESG, para que de esta manera puedan evaluar si sus intereses y expectativas están alineados y también para poder entender mejor la dimensión operativa del enfoque actual y futuro de ESG de la gestora. Esto es especialmente importante en el contexto de nuevas rondas de financiación (PwC y Ascricri, 2021).

Los LPs manifiestan sus preocupaciones en cuanto al compromiso de los GPs con los criterios ESG, pero las gestoras también empiezan a incluir la información relevante en cuanto a estos asuntos en sus informes de inversión responsable. Ejemplo de ello es el fondo Arcano Capital SGIIC, que incluye en su informe un resumen de las consideraciones ESG que tiene en cuenta por tipo de estrategia de inversión (Arcano, 2021).

Los GPs deben poder contestar a todas las dudas y preguntas que tengan los LPs, y demostrar su veracidad mediante la incorporación efectiva de los criterios ESG en la gestión interna de la gestora, así como en todas las etapas de inversión. Los socios pueden demostrar todo mostrando su Política de Inversión Responsable, junto con su compromiso al cumplimiento de directrices, e incluso mostrando su informe periódico sobre cuestiones de ESG. De esta manera, los inversores podrán determinar con claridad si se están cumpliendo sus expectativas o no y poder tomar la decisión de si invertir.

Inversión

En la fase inicial de inversión, las gestoras buscan oportunidades de adquisición que se ajusten a las características específicas de los fondos y a la estrategia de inversión que tenga cada PE. La inclusión de criterios ESG en esta fase puede aportar una comprensión más completa de los posibles objetivos, permitiendo la identificación de riesgos y oportunidades potenciales. De este modo, la integración de los criterios ESG en la evaluación de posibles adquisiciones puede ayudar a la empresa a tomar decisiones de inversión más informadas y sostenibles.

En esta primera fase, las gestoras realizan en primer lugar un *screening*, seguido de una *Due Diligence* complementaria y la posterior integración de los aspectos ESG identificados en recomendaciones y acuerdos, siendo estas las medidas necesarias para garantizar una evaluación completa y efectiva en términos de cuestiones ESG en el proceso de inversión.

En la realización de un *screening* ESG, se tiene en cuenta, como mínimo, diversos aspectos, tales como la correspondencia de los valores y principios de la gestora con el proyecto en cuestión, así como los riesgos y oportunidades que se derivan de las distintas geografías, sectores y modelos de negocio que pueden estar involucrados en dicha

inversión (PwC y Ascri, 2021). Esto implica un enfoque holístico que considera tanto las implicaciones éticas y sociales de la inversión, como los aspectos financieros y estratégicos relacionados con la misma. Para seguir, es recomendable llevar a cabo una *Due Diligence* ESG exhaustiva, sin importar el *target* o los resultados iniciales obtenidos en el *screening* inicial. Tiene como objetivo identificar y valorar los aspectos ESG relevantes en toda la cadena de valor de la empresa, tanto actuales como futuros, con una perspectiva y previsiones razonables. De esta manera, se busca cubrir la mayor cantidad posible de riesgos y oportunidades para la creación de valor, centrándose en cuestiones que se han identificado como materiales y superando los requisitos legales establecidos (PwC y Ascri, 2021).

La realización de una debida *Due Diligence* ESG es fundamental para elaborar un plan de implementación que aborde todos los pasos necesarios para mejorar el desempeño de la empresa adquirida por el PE. Dentro de este proceso, tanto en el *screening* como en la *Due Diligence*, los ODS son de gran utilidad como guía para identificar y evaluar la contribución e impacto de la empresa en geografías o sectores específicos. Esto permite tener una hoja de ruta clara y precisa para llevar a cabo acciones concretas en busca de una inversión sostenible y responsable.

Holding Period

El *holding period*, o fase de propiedad en PE se refiere al periodo durante el que los inversores mantienen su inversión en una empresa antes de venderla o salir de ella. Durante este periodo, los inversores tienen la responsabilidad de implicarse de manera activa en la gestión de la empresa, así como contribuir al crecimiento y desarrollo de esta, para maximizar su valor y rentabilidad en el momento de la venta o salida. Es en esta fase en la que se genera el mayor valor añadido para la empresa, ya que los inversores aportan sus conocimientos y experiencia para mejorar de manera significativa el negocio. Aun así, dependiendo del grado de participación que tengan los inversores en la empresa, podrán tener mayor o menor influencia en la toma de decisiones. Este periodo puede variar desde unos pocos años hasta una década o más, dependiendo del acuerdo específico alcanzado entre los inversores y la empresa participada.













En el contexto de las gestoras de Capital Privado, esta es en la etapa de gestión donde se produce la mayor parte de la creación de valor en la aplicación de políticas ESG. Sin









embargo, en esta etapa también se presenta el principal reto, que consiste en lograr un equilibrio adecuado entre fomentar una gestión activa en materia ESG en las empresas participadas y establecer expectativas realistas (PwC y Ascric, 2021). Es decir, se trata de encontrar el punto óptimo donde se puedan aplicar políticas efectivas que impulsen el rendimiento financiero y la sostenibilidad, al mismo tiempo que se abordan los desafíos ESG de manera responsable y realista. Este equilibrio es crucial para lograr el éxito a largo plazo tanto de las empresas participadas como de las gestoras de inversión.

La integración de los factores ESG en las empresas participadas es un aspecto cada vez más importante para los inversores, y se refiere a la incorporación de estos criterios en la estrategia y operaciones de la empresa. Implica la evaluación y gestión de los riesgos y oportunidades que pueden tener impacto en el desempeño financiero y la sostenibilidad a largo plazo de la empresa.

Es necesario crear un plan de acción en materia de ESG que tenga en cuenta los riesgos y oportunidades identificados durante la *Due Diligence* ESG previa a la adquisición. Este análisis ya tiene en cuenta las características específicas de la compañía, como su tamaño, geografía, sector, entre otros. Al desarrollar el plan de acción en materia de ESG, es importante priorizar ciertos temas en función de las características específicas de cada compañía. Dado que no todas las empresas tienen el mismo modelo de negocio, los objetivos de ESG serán muy diferentes entre las distintas empresas participadas por un fondo de PE. Por lo tanto, es pertinente que los objetivos de ESG se adapten a cada empresa para poder garantizar el éxito del plan de acción en materia de ESG.

Tabla 2: Indicadores ESG para las empresas participadas de Portobello

INDUSTRIA	ALIMENTACIÓN					SERVICIOS						
KPI												
AMBIENTAL												
Política medioambiental	✓	✗	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Emisiones (tCo2)	11.475	9.170	2.412	13.780	n.a.	1.026	n.a.	2.349	1.922	161	450	n.a.
% energía renovable	0%	100%	90%	1%	12%	7,8%	0%	0%	1%	31%	100%	0,2%
SOCIAL												
Rotación	n.a.	16	39,09	9,86	8,8	n.a.	10,95	0,05	20,19	18,20	10,9	43,98
Absentismo	n.a.	4,48	5,53	7,28	7,8	n.a.	11,44	7,57	2,17	0,04	5,48	9,14
Plan de igualdad	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗
Nº horas de formación	2,2	16,01	4,3	9,25	3,77	11,1	2,75	2,58	6,14	2,7	49,45	3,63
GOBERNANZA												
Diversidad en el Consejo	14%	25%	0%	25%	40%	0%	20%	16%	20%	12%	0%	0%
Compliance penal	75%	63%	88%	88%	100%	100%	75%	100%	13%	50%	88%	65%
Política de suministro responsable	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Ciberseguridad	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

INDUSTRIA	INDUSTRIAL				OCIO & TURISMO		SALUD	
KPI								
AMBIENTAL								
Política medioambiental	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✗
Emisiones (tCo2)	1.070.100	n.a.	n.a.	7.500	1.110	13.006	10.094	n.a.
% energía renovable	0%	0%	63%	5%	47,88%	35%	36,5%	100%
SOCIAL								
Rotación	16	3,6	0,23	13	0,02	0	52,5	0,78
Absentismo	8,7	4,31	0,11	8	-0,01	17,91	12,75	301
Plan de igualdad	✗	✗	✗	✗	✗	✓	✓	✗
Nº horas de formación	11,2	10	83,2	9,83	5,23h	n.a.	22	2,5
GOBERNANZA								
Diversidad en el Consejo	0%	14%	0%	0%	0%	0%	0%	12,5%
Compliance penal	13%	75%	100%	100%	25%	75%	50%	100%
Política de suministro responsable	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Ciberseguridad	✗	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✗

Fuente: Informe de Sostenibilidad 2021 de Portobello (Portobello, 2021).

Como podemos ver en esta tabla, se presentan los indicadores ESG generales que son comunes a las distintas empresas de la cartera de Portobello. Como podemos observar, Portobello establece unos criterios generales que quiere tener en cuenta para sus empresas participadas y que sean aplicables a todas, para que puedan utilizados para mejorar el rendimiento y la sostenibilidad de estas empresas.

Es importante destacar que, tal como se mencionó anteriormente, además de los indicadores ESG generales, también es necesario incorporar indicadores personalizados para cada empresa, teniendo en cuenta sus características individuales. Esto se debe a que cada empresa tiene un conjunto único de riesgos y oportunidades ESG que deben ser evaluados y gestionados de manera específica. Al incorporar indicadores personalizados para cada empresa, se pueden establecer objetivos y políticas ESG que sean más precisos y adecuados a las necesidades y desafíos particulares de cada empresa. De esta manera, se puede garantizar una gestión ESG más efectiva y enfocada en las necesidades de cada empresa participada.

Desinversión

El proceso de desinversión se refiere a la venta de la participación que tiene el PE sobre la empresa participada. La desinversión es el final del ciclo de vida de una inversión de PE, que permite a los inversores obtener rentabilidad sobre la inversión que hicieron. El éxito de la desinversión depende en gran medida del rendimiento de la empresa participada y de las condiciones del mercado en el momento de la venta.

En la fase de desinversión, es crucial resaltar el valor añadido que se ha logrado gracias a los esfuerzos iniciales para integrar las consideraciones ESG en la gestión de la empresa. De hecho, las prácticas ESG pueden llegar a ser igual de relevantes que otros aspectos tradicionales como los financieros, fiscales o legales, ya que la mejora en el desempeño puede atraer flujos de inversión diferentes, especialmente de inversores que buscan una perspectiva a largo plazo. Es decir, el éxito de la integración de criterios ESG en la gestión de una empresa puede ser un factor determinante en la obtención de resultados positivos para los inversores del PE.

Por ejemplo, si volvemos al ejemplo de Portobello, en su “*Informe de Sostenibilidad de 2021*”, indica que en la fase de desinversión Portobello busca mantener los estándares

alcanzados durante el período de inversión y, además, se persigue una gestión efectiva de los aspectos ESG que pueda repercutir positivamente en los resultados obtenidos (Portobello, 2021). Se espera que la empresa continúe manteniendo las buenas prácticas y mejorando su desempeño en consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo para lograr retornos satisfactorios.

5. PERSPECTIVAS DE FUTURO

Los criterios ESG (ambientales, sociales y de gobierno corporativo) están ganando cada vez más importancia en el sector del *private equity* en España. La razón principal es que los inversores están prestando más atención a los aspectos ESG a la hora de tomar decisiones de inversión, debido a la creciente preocupación por el impacto social y medioambiental de las empresas en las que invierten.

En España, el sector del *private equity* ha estado tradicionalmente enfocado en la rentabilidad a corto plazo, sin embargo, cada vez son más los gestores de fondos que están incorporando los criterios ESG en su proceso de inversión buscando rentabilidad a largo plazo. La tendencia se está extendiendo rápidamente y se espera que continúe en el futuro.

En términos de medio ambiente, España tiene un gran potencial para la inversión en energías renovables, en especial, en energía solar y eólica. A medida que la tecnología mejora y los costes de la producción de energía renovable disminuyen, se espera que la inversión en este sector crezca significativamente. Además, la inversión en tecnologías limpias y sostenibles se está convirtiendo en una oportunidad cada vez más atractiva para los inversores.

En cuanto a los aspectos sociales, la preocupación por el bienestar de los empleados y la igualdad de género se está convirtiendo en una preocupación cada vez más importante para los inversores en España. El sector del *private equity* está trabajando en el desarrollo de prácticas de contratación y promoción más equitativas, así como en la mejora de las condiciones laborales de los empleados. Además, se espera que se preste más atención a la diversidad y a la inclusión en los próximos años.

Por último, en cuanto a los aspectos de gobierno corporativo, se espera que se produzcan importantes cambios en el sector del *private equity* en España. Los inversores están exigiendo una mayor transparencia y responsabilidad por parte de las empresas en las que invierten. La gestión de riesgos también se está convirtiendo en un factor importante, con un mayor enfoque en la identificación y mitigación de riesgos potenciales.

En conclusión, las perspectivas de futuro de los criterios ESG en el sector del *private equity* en España son muy positivas. Se espera que los inversores sigan prestando mucha atención a estos aspectos y que los gestores de fondos de inversión sigan adaptándose a estas demandas. La inversión en energías renovables y tecnologías sostenibles se está convirtiendo en una oportunidad muy atractiva para los inversores. Además, se espera que los aspectos sociales y de gobierno corporativo sean cada vez más importantes en la toma de decisiones de inversión en el futuro. En resumen, la incorporación de los criterios ESG en el sector del *private equity* en España no sólo contribuirá al bienestar social y medioambiental, sino que también puede tener un impacto positivo en la rentabilidad de las empresas en las que invierten.

6. CONCLUSIONES

En conclusión, los criterios ESG (ambientales, sociales y de gobierno corporativo) están cada vez más presentes en el mundo de los PE. A medida que la preocupación por el impacto social y medioambiental de las empresas aumenta, los inversores están prestando más atención a estos aspectos a la hora de tomar decisiones de inversión.

La investigación llevada a cabo en este trabajo ha demostrado que los criterios ESG pueden tener un impacto positivo tanto en el rendimiento financiero de las empresas como en su impacto social y medioambiental. La integración de los criterios ESG en la estrategia de inversión de los fondos de PE puede contribuir a crear valor a largo plazo y a reducir los riesgos para los inversores.

La implementación de los criterios ESG puede generar un impacto positivo en el valor financiero de las empresas y reducir su riesgo. Las empresas que tienen en cuenta estos criterios pueden aumentar su retorno del capital y reducir su coste del capital. Por un lado, las empresas pueden aumentar su retorno del capital a través del desarrollo sostenible, la alineación de sus objetivos con los intereses de la sociedad, la mejora de su eficiencia y la atracción de talento. Por otro lado, las empresas pueden reducir su coste del capital mediante una menor probabilidad de enfrentar eventos inesperados y controversias relacionadas con los aspectos ESG, y la capacidad de tener una estrategia sólida y estable.

Además, se ha podido observar que los inversores y los gestores de fondos de PE están cada vez más comprometidos con la implementación de prácticas ESG en su estrategia de inversión, ya que las empresas con un buen desempeño en sostenibilidad envían una señal positiva al mercado, lo que aumenta la demanda de sus instrumentos financieros y facilita el acceso a un mayor número de inversiones. La transparencia en la gestión de los fondos hace que los inversores tengan más información sobre la empresa, lo que les permite decidir mejor si deciden invertir, aporta menor asimetría de la información y contribuye a un mercado más eficiente. Se espera que esta tendencia siga en aumento en el futuro y que los criterios ESG se conviertan en un elemento clave en la toma de decisiones de inversión.

El cambio normativo en materia de sostenibilidad es uno de los principales factores que impulsan la mayor integración de los criterios ESG. Esto ha llevado a que el número de fondos sostenibles haya aumentado en los últimos años, pero todavía queda mucho trabajo por hacer. El desafío principal es lograr la unificación en este proceso, debido a que, aunque el marco regulatorio esté avanzando significativamente, aun no existe una forma estandarizada para informar sobre la información no financiera, ni tampoco procesos de control unificados y comunes para todos los países

En resumen, los criterios ESG están cambiando la forma en que los inversores evalúan y toman decisiones de inversión en el sector de PE. Los criterios ESG se centran en evaluar el impacto ambiental, social y de gobierno corporativo de las empresas, y se espera que sigan siendo cada vez más importantes en el futuro. La incorporación de estos criterios puede tener un impacto positivo en la rentabilidad de las empresas en las que invierten, así como en la sociedad y el medio ambiente en general.

BIBLIOGRAFÍA

- Álvarez, C. (2022). *BBVA*. Obtenido de ¿Qué son los criterios ESG y por qué son importantes para los inversores?: <https://www.bbva.com/es/sostenibilidad/que-son-los-criterios-esg-environmental-social-and-governance-y-por-que-son-importantes-para-los-inversores/> Último acceso el 5 de febrero de 2023
- Abante. (3 de Agosto de 2020). *Abante*. Obtenido de ¿Qué es el 'Private Equity' y qué ventajas ofrece?: <https://www.abanteasesores.com/blog/que-es-el-private-equity-y-que-ventajas-ofrece/> Último acceso el 16 de enero de 2023
- Alonso, Á. (26 de Octubre de 2022). *El Economista*. Obtenido de El capital privado se ofrece como la alternativa de financiación y parte de la solución a la crisis: <https://www.eleconomista.es/capital-riesgo/noticias/12009366/10/22/El-capital-privado-se-ofrece-como-alternativa-de-financiacion-para-las-empresas.html> Último acceso el 16 de enero de 2023
- Altamar. (2021). *Altamar Capital Partners*. Obtenido de Política de ESG: https://www.altamarcapital.com/download/Politica_ESG_Altamar.pdf Último acceso el 23 de febrero de 2023
- Arcano. (Marzo de 2021). *Arcano*. Obtenido de Política de Inversión Responsable: <https://www.arcanopartners.com/documents/20124/0/Politica+de+Inversion+Responsable+2021+%281%29.pdf/d12fa267-d5f2-a242-c6b9-9997c018372f?t=1615368123928> Último acceso el 2 de marzo de 2023
- Ascri. (7 de Mayo de 2022). *Spaincap*. Obtenido de Informe 2022 Venture Capital & Private Equity en España: <https://spaincap.org/wp-content/uploads/2022/05/Informe-ASCRI-2022.pdf>
- Avanza Previsión. (17 de Febrero de 2022). *Avanza Previsión*. Obtenido de ESG, las siglas de las que todos hablan y que deciden el futuro de las empresas: <https://www.avanzaprevision.com/esg-las-siglas-de-las-que-todos-hablan-y-que-deciden-el-futuro-de-las-empresas/> Último acceso el 14 de octubre de 2023
- Ballesteros, C., Diaz-Noriega, S., Elola, J., & Ramos, D. (2021). *Cuadernos de la Cátedra de Impacto Social*. Obtenido de Principios ESG y cadena de valor: del reporting al impacto social: <https://www.managementsolutions.com/sites/default/files/publicaciones/esp/impacto-social-principios-esg.pdf> Último acceso el 22 de noviembre de 2023
- Bascones, P. (28 de Junio de 2021). *El Economista*. Obtenido de ESG en el 'private equity': del 'compliance' a la creación de valor: <https://revistas.eleconomista.es/capital-privado/2021/junio/esg-en-el-private-equity-del-compliance-a-la-creacion-de-valor-GK8158967>
- BlackRock. (2023). *BlackRock*. Obtenido de ¿Qué son las inversiones alternativas?: <https://www.blackrock.com/co/educacion/inversiones-alternativas#alternative-investments> Último acceso el 3 de marzo de 2023
- Breaking Into Wall Street. (2023). *Leveraged Buyouts and LBO Models*.

- Campillo, M. (23 de Marzo de 2023). *Bolsamanía*. Obtenido de ESG y su nuevo enfoque: "Debe evolucionar a una estrategia de inversión global": <https://www.bolsamania.com/noticias/esg/esg-nuevo-enfoque-evolucionar-estrategia-inversion-global--12414406.html> Último acceso el 1 de marzo de 2023
- Capital & Corporate. (16 de Marzo de 2021). *Capital & Corporate*. Obtenido de ESG, una prioridad en los ciclos de inversión del private equity: <https://www.altamarcapital.com/download/2021.03.17-Newsletter-Capital-Corporate-ESG-una-prioridad-en-los-ciclos-de-inversion-del-private-equity-declaraciones-Rocio-Fernandez.pdf> Último acceso el 22 de octubre de 2023
- Comisión Europea. (8 de Marzo de 2018). *Comisión Europea*. Obtenido de Finanzas sostenibles: Plan de Acción de la Comisión para una economía más ecológica y más limpia: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/IP_18_1404
- Deloitte. (14 de Diciembre de 2021). *Deloitte*. Obtenido de Qué son los criterios ESG y para qué sirven: <https://www2.deloitte.com/es/es/blog/sostenibilidad-deloitte/2021/que-son-criterios-esg-para-que-sirven.html> Último acceso el 12 de febrero de 2023
- Eccles, R. G., Shandal, V., Young, D., & Montgomery, B. (2022). *Harvard Business Review*. Obtenido de Private Equity Should Take the Lead in Sustainability: <https://hbr.org/2022/07/private-equity-should-take-the-lead-in-sustainability>
- Escudero, R. (19 de Enero de 2023). *Invertia*. Obtenido de El capital riesgo marca récord de inversión en España, pero la captación de dinero se seca: https://www.lespanol.com/invertia/mis-finanzas/fondos-de-inversion/20230119/capital-riesgo-record-inversion-espana-captacion-empresas/734926836_0.html Último acceso el 12 de febrero de 2023
- Fink, L. (2021). *BlackRock*. Obtenido de Un cambio estructural de las finanzas: <https://www.blackrock.com/co/larry-fink-ceo-letter> Último acceso el 4 de febrero de 2023
- Franklin Templeton. (24 de Enero de 2020). *Franklin Templeton*. Obtenido de Estudio sobre principios ESG: cómo adoptan los inversores institucionales la inversión responsable: <https://global.beyondbullsandbears.com/es/2020/01/24/estudio-sobre-principios-esg-como-adoptan-los-inversores-institucionales-la-inversion-responsable/>
- Grover, D. (31 de Enero de 2022). *Mergermarket*. Obtenido de Europe ESG Deal Digest – Overview 2021: <https://www.mergermarket.com/intelligence/intelligenceDetail.asp?zone=110&verb=2&sortkey=0&mode=4&style=20&page=1&contextid=1051883065&legacycontextid=1051882967> Último acceso el 20 de septiembre de 2022
- IEAF. (2021). *IEAF*. Obtenido de El rol de las finanzas en una economía sostenible: <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2021/03/ELROL-DE-LAS-FINANZAS.pdf#page=119> Último acceso el 24 de septiembre de 2022

- Invest Europe. (2023). *Invest Europe*. Obtenido de About Private Equity: <https://www.investeurope.eu/about-private-equity/> Último acceso el 5 de febrero de 2023
- J.P.Morgan. (2023). *J.P.Morgan*. Obtenido de Integración de factores ESG : <https://am.jpmorgan.com/es/es/asset-management/adv/investment-themes/esg/ESG-integration/>
- J.P.Morgan. (2023). *J.P.Morgan Asset Management*. Obtenido de ¿Qué significa ESG? 7 datos imprescindibles : <https://am.jpmorgan.com/es/es/asset-management/per/insights/market-insights/esg-explained-7-essentials-you-need-to-know/>
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). *Journal of Economic Perspectives*. Obtenido de Leveraged Buyouts and Private Equity: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.23.1.121>
- Kingo, L. (2023). *Naciones Unidas*. Obtenido de El Pacto Mundial de la ONU: La Búsqueda de Soluciones para Retos Globales: <https://www.un.org/es/cr%C3%B3nica-onu/el-pacto-mundial-de-la-onu-la-b%C3%BAbsqueda-de-soluciones-para-retos-globales> Último acceso el 23 de enero de 2023
- Labbé, A. (20 de Julio de 2018). Obtenido de El destacable crecimiento del ESG: <https://www.linkedin.com/pulse/el-destacable-crecimiento-del-esg-andr%C3%A9s-labb%C3%A9/?originalSubdomain=es> Último acceso el 12 de diciembre de 2022
- Legoupil, H., Gayraud, L., & Weir, J. (2005). *Association française des investisseurs en capital*. Obtenido de Private Equity & Venture Capital. A guide to institutional investors: https://web.archive.org/web/20110607061300/http://www.afic.asso.fr/Images/Uplod/DOCUMENTS/cap_inv_guide_invest_instit_eng.pdf
- Matos, P. (2020). *ESG and responsible institutional investing around the world* . CFA Institute Research Foundation.
- MCH. (Marzo de 2021). *MCH PRIVATE EQUITY INVESTMENTS SGEIC, S.A.* Obtenido de Política de Inversión Responsable: <https://mch.es/wp-content/uploads/2022/10/Politica-de-Inversion-Responsable.pdf>
- Objetivos Desarrollo Sostenible. (2023). *Naciones Unidas*. Obtenido de 17 Objetivos para las personas y para el planeta: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/development-agenda/> Último acceso el 30 de enero de 2023
- OECD. (2020). *OECD*. Obtenido de Sustainable and resilient finance: https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-business-and-finance-outlook-2020_eb61fd29-en#page1
- Palomares, A. (18 de Enero de 2023). *Fundspeople*. Obtenido de Los fondos españoles artículo 8 o 9 ya superan los 100.000 millones de euros:

- <https://fundspeople.com/es/los-fondos-espanoles-articulo-8-o-9-ya-superan-los-100-000-millones-de-euros/#:~:text=Negocio%20gestoras-,Los%20fondos%20espa%C3%B1oles%20art%C3%ADculo%208%20%20%C3%B3%209,los%20100.000%20millones%20de%20euros&text=Tiempo%20lectura>
- Peña, I., & Mañueco, P. (Mayo de 2018). *Funcas*. Obtenido de Evolución del capital riesgo en la economía española: https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/264art05.pdf Último acceso el 15 de diciembre de 2022
- Pinillos, A. A. (22 de Marzo de 2022). *EY*. Obtenido de Estándares para el reporte de sostenibilidad: Dónde estamos y dónde llegaremos: https://www.ey.com/es_es/rethinking-sustainability/estandares-reporte-sostenibilidad-donde-estamos-donde-llegaremos Último acceso el 29 de enero de 2022
- Portobello. (2021). *Portobello*. Obtenido de Informe de Sostenibilidad 2021: https://www.portobellocapital.es/wp-content/uploads/2022/10/PORTOBELLO_INFORME-DE-SOSTENIBILIDAD-2021.pdf Último acceso el 24 de febrero de 2023
- Prieto, B. (Noviembre de 2021). *KPMG Tendencias*. Obtenido de Traducir las siglas ESG al lenguaje financiero: por dónde empezar: <https://www.tendencias.kpmg.es/2021/11/traducir-esg-lenguaje-financiero/> Último acceso el 23 de octubre de 2022
- PwC. (2019). *PwC*. Obtenido de Older and wiser: Is responsible investment coming of age?: <https://www.pwc.com/gx/en/services/sustainability/assets/pwc-private-equity-responsible-investment-survey-2019.pdf> Último acceso el 11 de enero de 2023
- PwC. (2021 a). *PwC*. Obtenido de Private equity's ESG journey: From compliance to value creation: <https://www.pwc.com/gx/en/private-equity/private-equity-survey/pwc-pe-survey-2021.pdf> Último acceso el 27 de octubre de 2022
- PwC. (2021 b). *PwC*. Obtenido de El capital privado y la ESG: del cumplimiento a la creación de valor: <https://www.pwc.es/es/publicaciones/deals/capital-riesgo-esg-cumplimiento-creacion-valor.html> Último acceso el 27 de octubre de 2022
- PwC. (2022). *PwC*. Obtenido de EU Private Markets: ESG Reboots: <https://www.pwc.lu/en/sustainable-finance/docs/pwc-eu-private-markets-esg-reboot.pdf> Último acceso el 15 de enero de 2023
- PwC y Ascri. (2021). *PwC*. Obtenido de Guía de inversión responsable para el sector del Private Equity y Venture Capital en España: <https://www.pwc.es/es/publicaciones/deals/assets/guia-inversion-responsable-pwc-asci.pdf> Último acceso el 26 de septiembre de 2022
- Rey, L., & Palomares, A. (25 de Abril de 2022). *Fundspeople*. Obtenido de SFDR: Qué es y cómo ha impulsado la inversión sostenible en su primer año de vida: <https://fundspeople.com/es/glosario/que-es-sfdr-como-ha-impulsado-la->

inversion-sostenible/#:~:text=%C2%BFQu%C3%A9%20es%20el%20SFDR%3F,la%20UE%20sobre%20finanzas%20sostenibles.

Rubio, A. (11 de Noviembre de 2019). *Fundspeople*. Obtenido de Cómo funciona un fondo de private equity: <https://fundspeople.com/es/como-funciona-un-fondo-de-private-equity/#:~:text=El%20funcionamiento%20de%20un%20fondo,fondo%20durante%20los%20siguientes%20a%C3%B1os>.

Ruiz, M. (Diciembre de 2006). *CNMV*. Obtenido de La actividad de los PE lleva siendo regulada en España desde el año 1986: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2006_16.pdf Último acceso el 7 de diciembre de 2022

Santaella, J. (8 de Septiembre de 2022). *Economía 3*. Obtenido de ¿Cómo funciona el Private Equity como alternativa de financiamiento?: <https://economia3.com/que-es-private-equity-o-capital-privado/>

Serrano, A. M. (19 de Julio de 2022). *Funds Society*. Obtenido de Los fondos nacionales bajo el artículo 8 y 9 de la SFDR alcanzan el 24,1% del total y acaparan el 60% de las suscripciones en el primer semestre de 2022: <https://www.fundsociety.com/es/noticias/business/los-fondos-nacionales-bajo-el-articulo-8-y-9-de-la-sfdr-alcanzan-el-241-del-total-y-acaparan-el-60-de-las-suscripciones-en-el-primer-semestre-de-2022/#:~:text=El%20n%C3%BAmero%20de%20fondos%20registrados,t> Último acceso el 4 de marzo de 2023

Silos, J. (2021). *Instituto Español de Analistas Financieros*. Obtenido de El rol de las finanzas en una economía sostenible: <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2021/03/ELROL-DE-LAS-FINANZAS.pdf#page=119> Último acceso el 9 de febrero de 2023

Spaincap. (2023). *Spaincap*. Obtenido de Qué es el Capital Privado (Venture Capital & Private Equity) : <https://spaincap.org/que-es-el-capital-riesgo/>

Spaincap. (19 de Enero de 2023). *Spaincap*. Obtenido de Estimación Venture Capital & Private Equity en España año 2022: <https://spaincap.org/wp-content/uploads/2022/01/Nota-de-prensa-Estimacion-ano-2022.pdf>

Spaincap. (19 de Enero de 2023). *Spaincap*. Obtenido de Estimación Venture Capital & Private Equity en España en 2022: <https://spaincap.org/wp-content/uploads/2022/01/Nota-de-prensa-Estimacion-ano-2022.pdf>

UNEP. (Julio de 2009). *United Nations Environment Programme*. Obtenido de Fiduciary responsibility- Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment

UNEP Finance Initiative y UN Global Compact. (2016). *Principles for Responsible Investment*. Obtenido de A practical Guide to ESG integration for equity

investing: <https://www.unpri.org/download?ac=10> Último acceso el 7 de enero de 2023

United Nations Climate Change. (2023). *United Nations Climate Change*. Obtenido de El Acuerdo de París : <https://unfccc.int/es/acerca-de-las-ndc/el-acuerdo-de-paris>

UNPRI. (2023). *Principles for Responsible Investment*. Obtenido de About the PRI: <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri> Último acceso el 7 de diciembre de 2022

Velasco, G. (18 de Junio de 2021). *FundsPeople*. Obtenido de Compromiso Net Zero: ¿Cómo trasladarlo a la gestión de las inversiones?: <https://fundspeople.com/es/compromiso-net-zero-como-trasladarlo-a-la-gestion-de-inversiones/>

Workiva. (2023 a). Obtenido de Is ESG reporting mandatory?: https://www.workiva.com/uk/resources/esg-reporting-101-what-you-need-know?utm_campaign=&utm_segment=ESG-General&utm_geo=EMEA&utm_content=2022Q4_EMEA_ESG_intent:environmentalsocialgovernance;created:19/12/2022;product:esg;volume:veryhigh__19311646248_14979 Último acceso el 14 de octubre de 2022

Workiva. (2023 b). Obtenido de An Introduction to the CSRD: <https://www.workiva.com/uk/resources/introduction-csrd> Último acceso el 14 de octubre de 2022

World Bank Group. (2015). *International Finance Corporation*. Obtenido de Who Cares Wins, 2004–08: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/444801491483640669/pdf/113850-BRI-IFC-Breif-whocares-PUBLIC.pdf>