



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y  
EMPRESARIALES

# **Inversión Socialmente Responsable en Private Equity**

Autor: Francisco de Borja de Silva Alvear

Doble grado en Administración y Dirección de Empresas  
y Business Analytics (E-2 Analytics)

Tutor: Fernando Hernández Sobrino

Madrid  
2023

# INDICE

<b>I. Resumen</b> .....	<b>4</b>
<b>II. Abstract</b> .....	<b>4</b>
<b>III. Introducción</b> .....	<b>5</b>
<b>A. Objetivos y planteamiento de hipótesis</b> .....	<b>5</b>
i.    Objetivos .....	5
i.    Planteamiento de las hipótesis.....	6
<b>B. Metodología</b> .....	<b>6</b>
<b>C. Estructura</b> .....	<b>7</b>
<b>D. Justificación</b> .....	<b>8</b>
<b>IV. Contexto actual de la ISR y los fondos de Private Equity</b> .....	<b>8</b>
<b>A. Private Equity</b> .....	<b>9</b>
i.    Definición y concepto de Private Equity .....	9
ii.   Rol del Private Equity en la economía .....	10
<b>B. Las inversiones socialmente responsables (ISR)</b> .....	<b>13</b>
i.    Concepto de inversión socialmente responsable (ISR).....	13
a) <b>Contexto</b> .....	13
b) <b>Criterios sociales</b> .....	15
c) <b>Criterios ambientales</b> .....	16
d) <b>Criterios de gobierno corporativo</b> .....	16
ii.   Evolución de la conciencia ambiental y social .....	16
<b>V. Estrategias y enfoques actuales de los fondos de Private Equity</b> .....	<b>20</b>
<b>C. Primeros fondos en invertir en ESG y sus enfoques</b> .....	<b>20</b>
i.    Identificación de los instrumentos que han incorporado criterios ESG en sus inversiones .....	20
ii.   Descripción de las estrategias y enfoques utilizados .....	22
a) <b>Filtrado negativo</b> .....	23
b) <b>Filtrado basado en normas</b> .....	23
c) <b>Filtrado positivo</b> .....	23
d) <b>Integración de los factores ESG en el análisis financiero e inversión de impacto</b> .....	24
e) <b>Activismo accionarial sobre cuestiones de sostenibilidad</b> .....	24
iii.  Análisis de casos de éxito y aprendizajes de estas primeras inversiones ESG en el PE .....	24
f) <b>Texas Pacific Group Capital</b> .....	24
g) <b>Actis</b> .....	25
h) <b>Pacific gas and Electric Company</b> .....	25
i) <b>BP</b> .....	26
<b>VI. Análisis de la evolución de las rentabilidades históricas de los fondos ESG y resultados actuales</b> .....	<b>26</b>
<b>D. Tendencias actuales en la inversión socialmente responsable en Private Equity</b> ...	<b>26</b>
i.    Incorporación de políticas ESG en fondos de Private Equity de gran relevancia.....	26
a) <b>Actores que impulsan la ISR</b> .....	26
b) <b>Procedimiento de incorporación</b> .....	28
c) <b>Factores relevantes a la incorporación</b> .....	30
ii.   Impacto y resultados de las inversiones socialmente responsables en el PE actualmente .....	31
<b>VII. Retos y oportunidades en la inversión socialmente responsable en Private Equity</b> 35	
<b>A. Desafíos asociados a la implementación de estrategias ESG en el PE</b> .....	<b>35</b>
<b>B. Oportunidades para la generación de valor económico y sostenible mediante inversiones ESG</b> .....	<b>37</b>

<b>VIII.</b>	<b><i>Conclusiones</i></b> .....	<b>38</b>
<b>IX.</b>	<b><i>Futuras líneas de investigación y recomendaciones</i></b> .....	<b>39</b>
<b>X.</b>	<b><i>Bibliografía</i></b> .....	<b>40</b>
<b>A.</b>	<b>FUENTES</b> .....	<b>40</b>
<b>B.</b>	<b>GRÁFICOS</b> .....	<b>43</b>

## I. Resumen

La implementación de los criterios ESG en las estrategias empresariales ha ido cobrando importancia a lo largo de los años, hasta convertirse en un requisito para el desarrollo de la mayoría de los negocios. Muchos han sido los trabajos de investigación que han tratado de dar definiciones categóricas de conceptos como Inversión Socialmente Responsable o criterios ESG, sin llegar a nada concluyente. La falta de taxatividad respecto al marco conceptual que concierne a este trabajo parece haber producido un desacuerdo a la hora de detallar potenciales estrategias de éxito. Aun así, parece claro que existe una relación positiva entre las decisiones de inversión y los criterios ESG. Esto último, sumado al creciente interés de los inversores sobre esta materia, han hecho imperativo un estudio de estas estrategias en más profundidad.

Este trabajo de investigación pretende ser descriptivo y confirmar las presunciones mencionadas a través del estudio de literatura y casuística relacionadas con el tema. Para ello la línea argumental empezará por analizar la evolución de la aplicación de los criterios ESG en Private Equity, así como el impacto que tienen realmente sobre inversiones. Este último punto resulta de especial interés porque la base de la investigación consiste en la opinión de inversores reales sobre este asunto. Por último, se hablará de los potenciales desafíos futuros que presenta este enfoque. Después del desarrollo de la investigación, se pretende poder tener una visión global de la implementación de estos criterios en fondos de Private Equity para poder aportar recomendaciones de valor.

**Palabras clave:** ESG, ISR, fondo, inversión, medioambiente, impacto, capital privado

## II. Abstract

The implementation of ESG criteria in business strategies has been increasingly gaining importance over the years, to the point of becoming a requirement for the development of most businesses. Many research papers have tried to give categorical definitions of concepts such as Socially Responsible Investment or ESG criteria, without reaching anything conclusive. The lack of taxativity regarding the conceptual framework that concerns this framework seems to have produced a disagreement when it comes to detailing potential strategies for success. Even so, it seems clear that there is a positive

relationship between investment decisions and ESG criteria. The latter, coupled with the growing interest of investors in this subject, has made it imperative to study these strategies in more depth.

This research paper aims to be descriptive and to confirm the aforementioned assumptions through the study of literature and case studies related to the subject. To this end, the line of argument will begin by analyzing the evolution of the application of ESG criteria in Private Equity, as well as the impact they actually have on investments. This last point is of particular interest because the basis of the research is the opinion of real investors on this issue. Finally, the potential future challenges presented by this approach will be discussed. After the development of the research, the aim is to have a global vision of the implementation of these criteria in Private Equity funds in order to be able to provide valuable recommendations.

**Keywords:** ESG, SRI, fund, investment, environment, impact, Private Equity

### III. Introducción

#### A. Objetivos y planteamiento de hipótesis

##### i. Objetivos

Se va a realizar un estudio del impacto histórico y actual de la ISR en el rendimiento financiero de los fondos de Private Equity. Este trabajo tiene una finalidad descriptiva, pudiéndose caracterizar como una tesis de carácter confirmatorio en la que se recogen las diferentes opiniones y resultados publicadas sobre el tema mencionado.

De este propósito general del trabajo, desprenden una serie de objetivos más específicos, los cuales se van a estudiar y recoger a lo largo del trabajo. El primer objetivo es explicar el contexto y la definición de la ISR, revisando y recogiendo la literatura existente sobre el tema. El segundo objetivo es sintetizar y explicar las distintas estrategias de inversión sostenible que se han ido desarrollando a lo largo de los años. El tercer objetivo es analizar la evolución de la importancia de la inversión sostenible en los fondos de PE, y en la economía en general. El cuarto objetivo es evaluar la influencia de los distintos criterios ESG en la toma de decisiones de inversión en el sector del PE y en los inversores. El quinto y último objetivo del trabajo es describir los potenciales desafíos

futuros que surjan del análisis y tengan necesidad de ser atendidos en futuras investigaciones.

#### i. Planteamiento de las hipótesis

Previamente a la realización del estudio, se tenía una serie de ideas sobre los temas analizados que necesitaban de un análisis para su confirmación. Se creía que la ISR no era un concepto cuya definición ni criterios estaban universalmente aceptados, sino que iban a existir múltiples definiciones y una falta de claridad al respecto. Se pensaba que no había un consenso claro en cuanto a las mejores estrategias de inversión sostenibles, tanto para el rendimiento financiero como sostenible. Otra hipótesis planteada es que existe una relación significativa positiva entre la adopción de ESG en los fondos de PE y su rendimiento financiero. Por último, se pensaba que los inversores de PE consideran cada vez más los criterios ESG al tomar decisiones de inversión.

### B. Metodología

Para la realización del trabajo se empezará por llevar a cabo una revisión exhaustiva de la literatura existente, de cara a desarrollar una contextualización teórica previa al análisis de resultados. En este sentido, se hará una recopilación y síntesis de fuentes doctrinales académicas, artículos académicos de opinión de expertos y publicaciones especializadas, para recopilar entender, tanto el punto de vista global del concepto de la ISR, como la implementación de las estrategias de inversión de esta en fondos de PE.

Se continuará con una evaluación de criterios ESG. En este punto, se examinarán los diferentes criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) utilizados por los fondos de PE. Se recopilarán datos sobre la adopción de estos criterios y la evolución de su importancia particular en las decisiones de inversión.

Además, se seleccionarán una serie de casos de éxito, para tener ejemplos representativos de fondos de PE que hayan implementado estrategias de inversión socialmente responsable, y que los haya acompañado una rentabilidad mayor en consecuencia.

Para responder el tema principal del trabajo y confirmar, o no, las hipótesis, se proseguirá con una recopilación de resultados. Para ello, se analizarán informes con enfoques cuantitativos y cualitativos elaborados por expertos y encuestas de opinión de instituciones. Se terminará esta parte con un análisis de la relación de la ISR con el rendimiento financiero de los fondos tanto de manera histórica como actual.

Por último, se intentará hacer una identificación de desafíos futuros que surjan del estudio. Estos desafíos podrían incluir limitaciones metodológicas, lagunas en la investigación existente o preguntas morales para el futuro. Estos desafíos llevan, a su vez, a recomendaciones y futuras líneas de investigación.

### C. Estructura

Este apartado tiene como objetivo plantear la estructura que va a seguir la investigación, haciendo un pequeño resumen de las partes del trabajo.

Los dos primeros capítulos desarrollan un resumen ejecutivo del contenido del trabajo, así como el listado de palabras clave a tener en cuenta. Asimismo, en estos capítulos se han definido las principales ideas de la investigación.

El tercer capítulo es introductorio y trata de situar al lector en el marco en el que se va a llevar a cabo el desarrollo de la investigación. En él se detallan: los objetivos, el planteamiento de hipótesis, la metodología, la estructura y la justificación de la elección del tema.

El cuarto capítulo describe el contexto actual de la Inversión Socialmente Responsable. En primer lugar, se definen los conceptos clave relacionados con el PE, desde su historia hasta el papel que juega en el contexto del mercado económico en el que lleva a cabo su actividad. En segundo lugar, se habla sobre la ISR y, en concreto, sobre su concepto, criterios y evolución. Estos dos apartados son fundamentales porque sin tener asentados los conocimientos teóricos sobre ambos campos, difícilmente podrá el lector entender la incursión de la ISR en el mundo del Private Equity. Ambos capítulos se fusionan en uno, el marco conceptual o teórico.

En el quinto capítulo se analizan las estrategias utilizadas de ISR más comunes e importantes en la actualidad. Se describen los diferentes métodos utilizados, como el filtrado negativo, el filtrado basado en normas y el filtrado positivo. También se exploran los casos de éxito y los aprendizajes derivados de las primeras inversiones ESG en el

Private Equity. Este capítulo, además, nos servirá para poder apreciar el contraste entre los fondos pioneros y los que hoy en día aplican estas estrategias.

El sexto capítulo detalla un análisis de la evolución de las rentabilidades históricas de los fondos ESG y de sus resultados actuales. En línea con esto, se analiza la incorporación de la ISR en PE, y su respectivo impacto. Este capítulo supone la esencia del trabajo puesto que se demuestra, mediante una recopilación de estudios, el enorme impacto que éstas tienen sobre las inversiones (pregunta de investigación principal).

El séptimo capítulo viene dado por los resultados obtenidos, y diferencia los posibles retos y oportunidades futuras que ha traído la incorporación de la ISR al mundo del PE.

Por último, se redactará una conclusión que agrupe las principales ideas explicadas a lo largo del trabajo, demuestre la contestación de las hipótesis y presente posibles futuras líneas de investigación y recomendaciones.

#### **D. Justificación**

La motivación del autor para escoger el tema elegido es doble. En primer lugar, existe una parte de motivación relativa a la importancia que el ESG está adquiriendo en muchos aspectos de la vida cotidiana, pero, sobre todo, en las finanzas. El autor está en época de entrar al mercado laboral (en esta disciplina) y, por ello, surge una necesidad personal de realizar una recolección de lo escrito respecto al tema de la inversión sostenible, de cara a estar preparado para posibles requerimientos de conocimiento futuros. Por otro lado, al realizar un research de la inversión sostenible y cómo esta afectaba a los PE, se ha llegado a la conclusión de que existe muchísima información, pero esta está muy desperdigada y aborda temas muy específicos. De esta forma, el trabajo quiere proporcionar un informe que recoja este tema tan amplio de una forma global, clara, concisa y de fácil comprensión.

### **IV. Contexto actual de la ISR y los fondos de Private Equity**

A lo largo de este trabajo se ha usado un amplio rango de fuentes para obtener información, tanto para el marco teórico, como para el análisis. Por un lado, a la hora de establecer los conceptos de Private Equity e Inversiones Socialmente Responsables se ha utilizado doctrina de autores reconocidos en la materia. Además, se han utilizado como



referencia algunos de los estándares normativos que se han publicado sobre estos temas. Por otro lado, en el análisis se ha optado por fuentes de empresas dedicadas, sobre todo, a la consultoría. Estas aportan un punto de vista general y completo sobre los datos existentes acerca de la incorporación de los criterios ESG en las estrategias de los fondos de Private Equity.

## A. Private Equity

### i. Definición y concepto de Private Equity

Los mercados financieros son aquellos mecanismos o lugares donde se lleva a cabo un intercambio de activos financieros, y se determinan sus precios (Bahillo M.; Pérez M. y Escribano G., 2019). A día de hoy, este concepto se ha visto modificado por la ausencia de necesidad de un espacio físico como tal, donde desarrollar las actividades financieras. De esta forma, actualmente se pueden llevar a cabo negociaciones a través de la red informática e incluso de la red telefónica. A través de estas, vendedores y compradores negocian títulos valores e instrumentos financieros, como bonos, monedas, derivados, productos básicos, entre otros elementos consumibles. Además, la existencia de estas redes de comunicación supone un punto de encuentro entre oferentes y demandantes eficiente y rápido.

Ahora bien, en los diferentes tipos de mercado, el objetivo es siempre el mismo, captar el mayor número de inversores. El significado de invertir se refiere a destinar capital con el objetivo de recibir dividendos. Cuando esta destinación se hace a través de un activo financiero, la expectativa de los sujetos que intervienen en la operación, comprador y vendedor, es que se le devuelva un grado importante de rentabilidad. Aun así, lo natural es que a esa rentabilidad venga asociada el riesgo y la incertidumbre que suele rodear a la ganancia de una negociación y a la probabilidad de obtener un beneficio o perder lo invertido. Entre las variadas modalidades que existen para invertir en estos mercados financieros están los llamados “*fondos de inversión*”, que han sido (Gitman, L. y Joehnk M., 2009) definidos como aquellas empresas de inversión que destinan el capital de sus inversores a una cartera diversificada de negocios. También se pueden dedicar a ofrecer vehículos de colocación de recursos de forma agrupada, que tienen como objetivo adquirir determinados activos de acuerdo con una estrategia preestablecida.

Por lo tanto, el ámbito objetivo del Private Equity engloba a todas aquellas inversiones sobre empresas que no cotizan en bolsa y recoge un amplio rango de ellas

(Handbook on Responsible Investment Across Asset Classes). En cuanto al ámbito subjetivo, cabe señalar que por el carácter sofisticado y la necesidad de grandes aportaciones de capital que definen este tipo de inversiones, normalmente los sujetos capaces de invertir en este sector del mercado son inversores institucionales, inversores de capital riesgo y particulares con un elevado patrimonio neto.

## ii. Rol del Private Equity en la economía

Para comprender el papel del Private Equity en la economía es importante entender el contexto en el que se desarrolla este modelo de negocio, así como los vehículos de inversión utilizados en este. Los vehículos de inversión son entidades independientes que emiten acciones, pagarés u otros instrumentos financieros para captar fondos de instituciones públicas e inversores privados y canalizan capital privado a través de préstamos, capital y garantías. Su elección de inversión se basa en criterios como el tamaño de la institución, el rendimiento, la ubicación geográfica de los clientes, la metodología de los préstamos y la gama de productos y servicios ofrecidos (Vargas Vásquez, J. C., 2012). En función de su estructura legal, los vehículos de inversión se clasifican en fondos de capital privado, fondos mixtos o fondos de deuda (Fernández-Izquierdo, M. A., Muñoz-Torres, M. J., Escrig-Olmedo, E., Rivera-Lirio, J., y Ferrero-Ferrero, I., 2019).

Cuando un inversor de Private Equity adquiere una participación en una empresa, su principal objetivo es mejorar su rendimiento y aumentar su valor para los inversores. Para lograrlo, implementan cambios en el modelo de negocio, la estructura de capital e incluso en la estrategia y gestión de estas. Estas mejoras en un principio sirven para lograr el objetivo final de vender la participación adquirida en el mercado secundario, otra empresa o a otro inversor privado por un precio superior al de la adquisición inicial, generando así, una plusvalía sobre la inversión realizada.

Los fondos de Private Equity invierten en una amplia gama de empresas e industrias y sus inversiones suelen ser significativas en cuanto a la participación en estas, ya que, como se ha comentado, su propósito es ayudar a consolidar o hacer crecer a las empresas en las que invierten. Por lo tanto, es común que adquieran una gran parte de la empresa en forma de acciones, llegando a porcentajes mayoritarios o incluso al 100% de

la propiedad. En algunos casos, el retorno de la inversión puede alcanzar en torno al 40%. Además de aportar recursos financieros, los inversores de Private Equity también tienden a aportar conocimientos y experiencia profesional, lo cual, resulta crucial para el éxito del negocio en el que participan en términos de administración. No obstante, la operatividad y la dirección del proyecto suelen quedar en manos del director general en el momento de la inversión. Es por ello también, que dan gran importancia al equipo principal de la empresa a adquirir, a veces más allá que el de la idea de negocio en sí.

Existen diferentes tipos de inversión en Private Equity, estos vienen determinados por el objetivo empresarial de la inversión. De esta forma se puede distinguir entre capital: (i) para la expansión; (ii) de sustitución; (iii) para operaciones apalancadas; y (iv) de reestructuración.

El primero de estos tipos es el capital para la expansión de una compañía, el denominado “*growth*”. Este corresponde a la inversión en compañías que están teniendo un crecimiento de su empresa tanto en ventas como en beneficios, por encima del promedio del mercado y tienen una capacidad y tendencia a seguir creciendo en el futuro.

El segundo es el capital de sustitución, denominado “*replacement*”, también llamado “*Management Buy Out*”. Consiste en inversiones cuyo objetivo es el de relevar parte o el total del accionariado actual. Suelen ser en empresas en fase de sucesión o venta de canales de actividad no estratégicos de empresas muy grandes.

El tercero es aquel capital para operaciones apalancadas también denominadas como “*leverage buyout*”. Este tipo de inversiones se hacen con financiación ajena y con capital aportado por parte de los inversores que se incluyen en la operación. Estas empresas con sus propios activos garantizan en parte el pago de los intereses de la deuda, es decir, suelen generar flujos de caja consistentes, estables y lo suficientemente elevados.

El cuarto y último tipo es el capital de reestructuración. Este tipo de inversión se realiza en empresas que están pasando por dificultades y que necesitan financiación para grandes transformaciones. Las inversiones en este caso no son muy atractivas porque requieren de un enorme esfuerzo por parte de los gestores del fondo y suelen conllevar un riesgo mayor.

De acuerdo con esto último, los Private Equity deben impulsar a las empresas a alcanzar la creación de valor, al asesorarlas e incentivarlas a que se lleve a cabo la inclusión de los principios ESG, para, así generar ganancias significativas. Además, deberán asesorar a sus clientes para orientarles a enfocar sus recursos en experiencia operativa para introducir una nueva visión de la organización que pase a estar alineada

con la mentalidad del equipo directivo. Esto se podría hacer mediante el acceso a nuevos mercados, la creación de nuevas redes de relaciones y definitivamente la diversificación de sus actividades financieras a aquellas relacionadas con los criterios de ESG. Las ganancias de las que hablamos en consecuencia con esta iniciativa tienen sentido en el marco económico en el que estamos, donde hay una progresiva atención por parte de los inversores y órganos de gobierno europeos en la sustentabilidad.

Por otro lado, ya no basta contar con buen equipo, es necesario tener a las personas mejor cualificadas de manera que se pueda contar con el apoyo adecuado. Teniendo en cuenta que el factor humano es el más importante para lograr el éxito en estas inversiones, contar con un gran equipo desde el inicio de la operación asegura un mayor aumento de los resultados financieros antes de intereses, impuestos, provisiones amortizaciones, (“**EBIT**”). Al igual que es necesario contar con el equipo de gestión correcto, proveerles con las herramientas adecuadas para desarrollar las iniciativas con éxito lo es también y, es por esto, que las empresas deben ir mejorando sus recursos operativos. La inclusión de criterios ESG permite a las compañías aportar un importante valor agregado, incidiendo a la vez en el aumento de sus ingresos y todas las métricas descritas anteriormente. En definitiva, los aspectos ESG son una herramienta de creación de valor que puede generar oportunidades tanto a nivel cuantitativo a corto plazo como a nivel de rentabilidad total de la propia inversión en la venta final de la participación.

Hoy en día, los Private Equity, en consecuencia del crecimiento que han vivido en el mercado financiero, cuentan con mayores recursos, tanto financieros como tecnológicos. No solo eso, sino que gozan de una fuerza laboral altamente cualificada que ha ido formándose en este sector. La asesoría en esa materia ayuda de forma integral a los líderes de la empresa que necesitan información enfocada y experiencia que hagan encajar la inversión de capital privado con la inversión socialmente responsable. Es necesario analizar la salud de sus activos y competidores, así como también determinar las prácticas correctas o incorrectas que una compañía adopta para poder identificar de forma temprana lo que debería cambiar. Con el equipo de gestión y el apoyo de los fondos de capital adecuados, las empresas pueden mejorar considerablemente su cadena de valor y de manera resultante, mejorar su posición en el mercado. Es además fundamental para cumplir con su labor social como entidad que funciona en el mercado financiero.

Los administradores de Private Equity dentro de una compañía, llevan a cabo todo tipo de medidas en relación con esa incorporación de las inversiones socialmente responsables dentro de sus firmas. Así, se producen ascensos del personal que tenga

formación sobre la materia y se introducen nuevas tecnologías para facilitar la redistribución del trabajo, entre otros, logrando así aumentar la productividad. Los Private Equity más reconocidas son las que estimulan el rendimiento a través del cambio fundado en los cimientos de la empresa, en lugar de aplicar la ingeniería financiera para corregir el resultado final. Además de incorporar los criterios de ESG, se logra no solo incrementar la rentabilidad del inversor, sino que también agrega valor al entorno.

## B. Las inversiones socialmente responsables (ISR)

### i. Concepto de inversión socialmente responsable (ISR)

La definición de la ISR ha sido objeto de debate en el sector financiero, pero entre las definiciones predominantes destacan las siguientes. Por un lado, la llamada también “*inversión ética*”, ha sido definida (Sherwood, M.W., 2018) como un tipo de estrategia que combina los intereses financieros con criterios de ESG en la selección de la inversión concreta. De esta manera, el objeto de estas ISR no es otro que la creación de un beneficio financiero sostenible a largo plazo, a la vez que se da importancia al impacto positivo sobre los ámbitos sociales y ambientales. Otros autores lo han definido (Cumming, D., & Johan, S., 2007) como una política de inversión que conjuga objetivos más relacionados con las finanzas y la economía con objetivos sociales y ambientales. Añaden, también, que este tipo de inversión se basa en la premisa de la propensión de empresas que deciden adoptar este tipo de inversiones en crear valor a largo plazo. Según las principales asociaciones del sector económico, (Spainsif, 2018), la ISR se considera una filosofía, una manera de entender la inversión diferente a lo que se ha hecho anteriormente y que incluye en la selección de valores de su cartera de inversión aquellos que se caractericen por su coherencia con los criterios ESG. Este enfoque de inversión combina el análisis financiero básico, que valora la relación riesgo-rendimiento de una inversión, con un examen no financiero adicional denominado criterios ESG.

En definitiva, se llega a la conclusión de que la ISR es una manera diferente de entender el concepto de inversión que, además de centrarse en el beneficio económico y financiero, pretende causar un impacto en la sociedad y el medio ambiente. Sus efectos se suelen ver más reflejados a largo plazo por el tardío proceso que supone el cambio de los problemas existentes.

#### *a) Contexto*

Actualmente, ha crecido la preocupación general, por diversos aspectos relacionados con el desarrollo sostenible, es decir, con encontrar el mejor medio que tiene la sociedad de satisfacer sus necesidades básicas, sin dañar el ecosistema. Para esto, es necesario cumplir con un conjunto de prerrogativas que permitan ponderar tanto la economía y la sociedad como el medio ambiente. Dentro de este contexto, se encuentran el amparo que las leyes y normativas internacionales que se están dando alrededor de la sostenibilidad como la Estrategia Española de Desarrollo Sostenible (Gobierno de España, 2007), la Directiva sobre la sostenibilidad (Parlamento Europeo, 2022) o el Reglamento que facilita las inversiones sostenibles (Parlamento Europeo, 2020). Esta normativa favorece a aquellas organizaciones que agreguen los factores sociales, medioambientales y de buen gobierno corporativo, a su estrategia de negocio. Según Antti Savilaakso, (Hyrskke, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A., & Sievänen, R. 2023), experto en la materia, los criterios ESG tratan de tres bloques temáticos con diversas variables a tener en cuenta. Estos son los principios rectores, que unifican como los inversores y otras partes interesadas, miden la cercanía a una compañía y deciden o no relacionarse con ella. De esta manera, las empresas para captar inversores no solo requieren demostrar que son rentables y tener una posición referencial en el mercado en el que operan, sino que además deben contar con la mejor reputación, mediante gestiones que aporten a su comunidad y protejan el medioambiente además de seguir las normas jurídicas que las regula.

La inversión ESG también se suele utilizar como una métrica de riesgo, lo que significa que las empresas que no cumplan con sus criterios podrían ser excluidas de índices de referencia importantes o del universo de inversión de muchas entidades, limitando significativamente su acceso a los mercados, encareciendo sus costes de financiación y reduciendo su liquidez. Existen índices bursátiles internacionales que proporcionan información relevante para determinar y gestionar los fondos de ISR sobre una base general o selectiva. Entre los índices de sostenibilidad más importantes, se encuentran el Dow Jones Sustainability Index, Ftse4good Index Series, The Ethibel Sustainability Index, Excellence Global, MSCI ESG Indices<sup>35</sup>, FTSE4Good<sup>36</sup>, Vigeo Eiris Indices. Estos “*ratings*” miden el desempeño que tienen las compañías en materia ESG y determinan si deben o no estar en los índices de sostenibilidad. Para realizar una ISR se puede seleccionar entre los distintos tipos de activos que pueden ser efectivo, divisas, depósitos en cuentas de ahorros o corrientes, bonos, acciones emitidas por una empresa, obligaciones del Estado. Por ejemplo, hay fondos que se centran en empresas

de reconocida solvencia que cumplen las normas de gobernanza correctamente. Otros fondos se centran en criterios sostenibles o ecológicos.

Las *agencias de análisis de sostenibilidad* son las que más han desarrollado las técnicas de valoración y calificación de las empresas sobre el comportamiento socialmente responsable. Un ejemplo de esto es la metodología de medición de resultados utilizada por la agencia ASSET4 (Refinitiv, s.f.) genera una visión integrada del rendimiento corporativo, es decir, el desempeño de la empresa combinando información económica, social, medioambiental y de gobierno corporativo. También existe la PCAF (Partnership for Carbon Accounting Financials) que intenta dar transparencia y reducir las emisiones y el impacto medioambiental de las instituciones del mundo financiero y las contrapartes asociadas a las mismas. De acuerdo con resultados de estudios realizados (Castelló Muñoz, E., & Trias Pintó, C. 2011) en este campo, las inversiones socialmente responsables no suponen un sacrificio de rentabilidad económica para el partícipe, así que la rentabilidad de la ISR no es menor.

Los indicadores de la evolución de los precios de los títulos más representativos del segmento del mercado de la ISR, los índices socialmente responsables, tienen una metodología de elaboración que depende de la institución que lo diseña, gestiona y publica. Tanto la creación y el aumento de los diferentes tipos de índices demuestra el desarrollo de la ISR, pues sirven de referencia para inversores particulares, gestoras y sociedades de inversión que ponen en circulación en el mercado los fondos ISR.

### ***b) Criterios sociales***

Estos criterios evalúan la relación de las empresas con su entorno social comunidades locales y ciudadanía en general empleados. Además, corresponden al cumplimiento de la empresa en cuanto a los derechos sociales, culturales, laborales entre, otros, con clientes, trabajadores y terceros. Pueden incluir temas derechos de los animales, diversidad y otros.

En respuesta a los distintos problemas sociales existentes se puede reaccionar de maneras muy variadas pero la clave es mantener la perspectiva ética en el punto de mira. De esta forma, las empresas se pueden plantear una serie de preguntas para poder valorar si están cumpliendo o no estos criterios como: ¿Obliga a los proveedores a cumplir sus propias normas ESG? ¿Dona la empresa un porcentaje de sus beneficios a la comunidad local o anima a sus empleados a realizar allí trabajos de voluntariado? ¿Reflejan las condiciones del lugar de trabajo una alta consideración por la salud y la seguridad de los

empleados? ¿O se aprovecha la empresa de sus clientes de forma poco ética? (Brock, T. & Courage, A., 2023).

En caso de que el nivel de cumplimiento sea bajo, la empresa deberá centrar su atención en la implementación de estrategias relacionadas con aspectos sociales como la diversidad en cuanto a orientación social y a género, la ética o el beneficio de la comunidad en general.

### *c) Criterios ambientales*

Los criterios ambientales se refieren a la forma en que la empresa afecta el medio ambiente, incluidos temas como la eliminación de desechos, la contaminación del aire, el cambio climático, protección a los recursos naturales, este es el tipo de criterio que tiene un impacto más directo.

Además, hay que tener en cuenta que no solo se debe tratar de mitigar los efectos negativos del negocio sobre el medio ambiente, sino también actuar de forma proactiva para mejorarlos (Deloitte, 2021). Ejemplos de medidas a tomar en este sentido serían la reconversión de la matriz energética o la protección de la biodiversidad.

### *d) Criterios de gobierno corporativo*

Estos hacen referencia a cómo una empresa se gestiona a sí misma, incluida su estructura de gobierno corporativo, los derechos de los accionistas, empleados y directivos, sus códigos éticos y los mecanismos de control y transparencia financiera (Gates, B. 2021). Un ejemplo de exigencias de socios a la hora de evaluar el nivel de cumplimiento de los criterios ESG en este tipo de criterios sería una prueba actualizada de los esfuerzos que está llevando a cabo la empresa para evitar conflictos de intereses. El diseño e implementación de políticas internas sólidas y bien definidas es esencial y requiere una atención muy detallada. Estas políticas deben abarcar una variedad de aspectos, como la externalización, el cumplimiento normativo y la competencia de los empleados, entre otros. También es necesario establecer indicadores claros para evaluar y medir el desempeño en estas áreas.

## ii. Evolución de la conciencia ambiental y social

Los orígenes de este tipo de inversión tienen que ver con organizaciones religiosas que han excluido a las industrias del alcohol y el tabaco, porque no consideran lucrarse con actividades catalogadas como un pecado ético bíblico. Estas instituciones son, por tanto, las que inician el aplicar valoraciones comunitarias únicas en sus elecciones de



inversión. Como resultado de eventos como la guerra de Vietnam, a fines de la década de 1960 ocurrieron muchas protestas que pedían justicia racial e igualdad, así como grandes desastres ambientales, cuando la actividad de inversión socialmente responsable se está volviendo cada vez más importante. Estos fenómenos han jugado un papel decisivo en el aumento significativo del interés por la responsabilidad social, que se demuestra en la atención que están poniendo sobre ella ahora los inversores. Como ha dejado claro hasta ahora en el trabajo, los actores del mercado financiero deben tomar las medidas posibles para adaptarse a las nuevas circunstancias. Éstas suponen una serie de riesgos y exigencias que no pueden ser pasadas por alto y algunas medidas que ya se han empezado a tomar son las siguientes (Price Waterhouse Coopers., 2020). Para empezar, los reguladores están explorando nuevos instrumentos con el objetivo de promover la creación de economías sostenibles. Además, las organizaciones sectoriales y los organismos multilaterales están desarrollando directrices, normas y otras herramientas que ayuden a la comunidad internacional y los inversores, que comprenden lo mucho que importan estas cuestiones a largo plazo, las están incorporando cada vez más a sus procesos de toma de decisiones. Cada vez son más las empresas que buscan contribuir en el freno del cambio climático y, por tanto, la ISR promueve el compromiso y el respeto hacia la colectividad y entorno ambiental del que todos los seres humanos forman parte.

Ansvar Aktiefond Sverige, fue el primer fondo de inversión ético creado por la iglesia sueca en 1965. A partir de los años ochenta debido a los desastres que afectaron el medioambiente se comienzan a ver las reacciones frente a la amenaza de los recursos naturales. Algunos ejemplos de problemas que surgieron en esa época son algunos como el incidente de *Bhopal, India*, donde el altamente tóxico isocianato de metilo se filtró en una fábrica de pesticidas, provocando la muerte de 25.000 personas y 500.000 heridos (Olazábal, V., 2014) o el derrame de petróleo buque de *Exxon Valdez* en Alaska liberó toneladas de hidrocarburos, ocasionando un tremendo daño ecológico (Corral, M. G., 2014).

Posteriormente, se dio el colapso financiero del 2008, como consecuencia del otorgamiento de préstamos de alto riesgo. Estos fueron concedidos masivamente por las entidades bancarias, provocando en EE. UU. un gran desplome de los activos inmobiliarios y un incremento en las tasas de interés. Como resultado comenzaron los incumplimientos del pago de los préstamos y la falta de liquidez de los prestatarios. Esta crisis fue una clara demostración de la interconexión de las empresas, los mercados financieros, la economía y la sociedad. Fue desde 2010, una vez que estos criterios ya se

habían empezado a incorporar cuando se ha visto el creciente interés por parte de sus “*limited partners*” que son los inversores institucionales de estos fondos (Jowitz, J., 2010). Los países líderes en este sector son Francia y el Reino Unido, aunque el resto de Europa y otras zonas del mundo como Estados Unidos también han intentado acercarse a esta aproximación de modelo de negocio.

Desde 2012, según un informe de Alianza Global de Inversiones Sostenibles (GSIA, 2014), la ISR ha crecido a un ritmo del 61%; al igual que un estudio realizado por Institute for Sustainable Investing - Morgan Stanley, registró que el 71% de los inversores individuales activos demuestra interés en inversiones sostenibles de este tipo (Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente., 2016). Estos datos permiten comprender la envergadura de este movimiento.

En el mes de diciembre del año 2015, en la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático en París, se firmó un acuerdo sin precedentes. Este tenía el objetivo de frenar los impactos del cambio climático, marcando así, las referencias claves que comprometían a los inversores privados con el logro de los objetivos ambientales, tomando como referencia accionar ante el actual calentamiento global y sobre todo para lograr el cero neto en emisiones de carbono (Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, 2015). Asimismo, ese mismo año, la ONU adoptó los conocidos como Objetivos Globales (Naciones Unidas, 2015), los cuales están integrados entre sí, incidiendo las acciones de un área en los resultados de la otra, por tanto, el desarrollo de áreas a mencionar debe equilibrarse, para conseguir el logro de tales fines, en concordancia con las acciones de los países comprometidos. Entre estos objetivos destacan: salud y bienestar, agua y saneamiento, energía asequible y no contaminante, reducción de las desigualdades, ciudades y comunidades sostenibles, vida de ecosistemas terrestre y cambio climático entre otros.

Posteriormente, en el 2018 se fija el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la Unión Europea (Comisión Europea, 2018), que establece “*el marco regulatorio de la inversión verde y responsable*”. Aparte de estas iniciativas, que han impulsado esta llamada inversión sostenible, en 2020 la pandemia por Covid-19 tuvo un gran impacto sanitario, económico y social lo que llevo a darle valor a las aportaciones ambientales, sociales, sumando a muchos inversores que hasta el momento no estaban convencidos. Un año después, en 2021, la Unión Europea adoptó nuevos desafíos, añadiendo nuevas metas a este Plan, llamado “*Contaminación cero para el aire, el agua y el suelo*” (Comisión Europea, 2021) y cuyo fin es atenuar los impactos sobre la salud humana y los

ecosistemas. Asimismo, se clasificaron las actividades económicas medioambientales en base a seis objetivos: la mitigación y adaptación al cambio climático; la protección de los recursos hídricos y marinos; la transición a una economía circular; la prevención y el control de la contaminación; y la protección y restauración de la biodiversidad y los ecosistemas (Álvarez, C. 2021).

El año 2020, marcado por la pandemia del coronavirus y su consecuente crisis económico-social global, generó una revisión más exhaustiva de la inversión por parte de las instituciones financieras, lo que ha llevado a los mejores y más grandes gestores de activos del mundo a implementar temas de sostenibilidad, en sus estrategias de negocios. Es decir, la ISR, es una estrategia de inversión que fusiona objetivos financieros y sociales, ayuda a las empresas a rentabilizar sus inversiones a largo plazo, incrementando el bienestar social y medioambiental al mismo tiempo (Sparkes, R., 2002).

La intervención de organismos a nivel mundial como la ONU en estos temas han llevado a las corporaciones a incluir los principios del Pacto para la sostenibilidad mundial, que permite fortalecer su imagen y reputación frente a terceros, aprobación de sus productos por parte de los consumidores, además del valor agregado que aporta a la comunidad, lo que se logra estableciendo los criterios ESG. Por tanto, las instituciones y agencias financieras analizan mediante estos a través de los indicadores e índices de sostenibilidad, la colaboración de la compañía a la sociedad. En línea con este argumento, según Morningstar Direct (Silano, S., 2023), los recursos invertidos en fondos de inversión sostenibles y ETFs, centrados en ESG aumentó un 53 por ciento en 2021 y a nivel mundial, a finales de junio de 2022, alcanzó los 2.47 billones de dólares. Durante el segundo trimestre de 2022 los fondos añadieron nuevos activos netos de casi 33.000 millones de dólares y Europa representó el 82% de los activos totales de los fondos. En este mismo estudio también se llegó a la conclusión de que los activos gestionados de forma sostenible, en Norteamérica, obtuvieron los 357.000 millones de dólares en diciembre de 2021, un 51% más que a finales de 2020. Después de la pandemia de COVID-19 y el movimiento Black Lives Matter, movimiento internacional estadounidense contra el racismo, la tendencia fue de aumento hacia los temas ESG

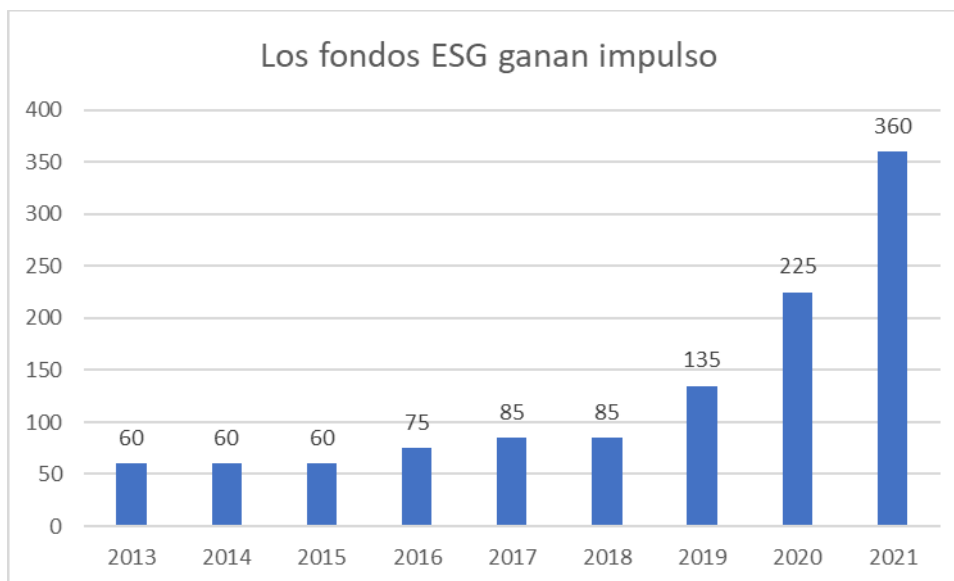


GRÁFICO 1

## V. Estrategias y enfoques actuales de los fondos de Private Equity

### C. Primeros fondos en invertir en ESG y sus enfoques

#### i. Identificación de los instrumentos que han incorporado criterios ESG en sus inversiones

Los instrumentos a través de los cuales se realizan las adquisiciones de activos con principios ESG, se pueden dividir en diferentes tipos.

En primer lugar, los [productos de inversión](#). A esta categoría pertenecen los fondos de inversión, sociedades de inversión, fondos de pensiones personales y de empleo. Los inversores de los Private Equity, tienen expectativas tanto de recibir rendimiento como de contribuir a la sostenibilidad de la inversión. En el marco de los productos de inversión se encuentran los [fondos de inversión](#) que son manejados por entidades especializadas en gestionar carteras de inversión, sumado a que son instituciones de inversión que combinan inversiones particulares, destinadas a diferentes activos o inversiones. Ahora bien, es importante distinguir entre los fondos de gestión activa y pasiva. Los de gestión activa buscan una rentabilidad superior al mercado en el que opera el fondo, es decir, buscan ganarle al mercado superando el índice estándar o de referencia. Esto lo consiguen mediante movimientos financieros de compraventa que le permitan anticiparse a los movimientos del mercado. A diferencia del anterior, la gestión pasiva, como su propio nombre indica, sigue los índices. En este caso, el inversor hace una inversión inicial en activos financieros que mantendrá en su cartera a un plazo mayor.

Los fondos que aplican este tipo de gestión y de procedimiento son los denominados fondos indexados, también conocidos como fondos índices, porque lo que buscan es replicar a un índice determinado, en vez de superarlo. Entre otros tipos de fondos de gestión pasiva se encuentran los fondos cotizados (“ETF”), que al igual que los fondos indexados buscan reproducir el índice de referencia de un mercado. La diferencia entre ambos es la liquidez. Mientras que en la cartera indexada solo pueden venderse y comprarse una vez al día, al cierre del mercado, los fondos ETF se pueden operar en cualquier momento en la bolsa. Dentro de la estrategia de inversión de impacto se han ido incluyendo vía bonos verdes, ETFs y en fondos indexados sobre el cambio climático. Asimismo, en las carteras de ETFs también se ha incorporado un ETF de bonos para proyectos en países subdesarrollados.

En segundo lugar, se encuentran los [productos crediticios](#) entre los que destacan los microcréditos, fondos rotatorios, fondos de garantía recíproca y capital riesgo. Estos no solo refuerzan los objetivos centrales de riesgo y rentabilidad financiera, sino que, además incorporan criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo, muchas veces directamente en su diseño lo que supone una estrategia novedosa y diferente.

En tercer lugar, destacan como instrumentos que han incorporado los criterios ESG los de [renta fija](#) ya sea pública o privada, como bonos y obligaciones de empresa. Dentro de esta categoría se crearon los llamados *bonos verdes* que son un tipo de deuda emitida por instituciones públicas o privadas para financiar proyectos medioambientales o relacionados con el cambio climático. Esto quiere decir que focalizan su atención en financiar la inversión en activos sostenibles y socialmente responsables de áreas como: la eficiencia energética, gestión responsable de los residuos o las energías renovables, entre otros. A diferencia de otros instrumentos de crédito, los instrumentos de renta fija tienen un mayor compromiso en lo relativo al uso de los fondos a esos llamados “*proyectos verdes*”. Esta clase de instrumentos de deuda, entran en la categoría de ISR. Aparte de este bono, existe otro tipo de bono más específico: el *bono azul*, cuya primera emisión fue en 2016 (Iberdrola, s.f.). Este bono está diseñado exclusivamente para financiar proyectos relacionados con la preservación y protección de los ecosistemas marinos, de acuerdo con el objetivo de la ONU de conservar y utilizar sosteniblemente los océanos, los mares y los recursos marinos.

Ahora bien, para que el inversor pueda identificar los activos factibles para un producto ESG debe realizar una combinación de dos análisis complementarios entre ellos.

Por un lado, el análisis extra-financiero que es aquella que se da cuando se estudian las buenas prácticas ESG de las empresas. Para ello, se tienen en cuenta el conocimiento y valoración de las gestiones de la empresa en relación con el medioambiente, las condiciones laborales de sus trabajadores, la relación cliente-proveedor en el comercio mayorista, entre otras. Además de esto, es necesario evaluar cuáles son los criterios que mejor encajan con la empresa de cara a la implementación adicional de medidas ESG en la empresa.

Por otro lado, existe también el análisis financiero. Este se hace para determinar y evaluar las empresas más atractivas desde el punto de vista financiero únicamente, sin tener en cuenta otros más enfocados a criterios relacionados con el medioambiente o la sociedad.

Una vez realizados ambos análisis de manera conjunta, se podrá llegar a una conclusión sobre el nivel de implementación de criterios ESG en la empresa concreta, para poder aportar una recomendación útil sobre cómo mejorar este aspecto del negocio. Hechas las recomendaciones, el gestor podrá construir los productos ESG, ya sean bonos, acciones u otro instrumento financiero. De acuerdo con lo anterior, se deduce que como hoy en día la ISR llega a todos los activos, además de que puede estar presente en todas las estrategias de vehículos e inversión.

## ii. Descripción de las estrategias y enfoques utilizados

Desde un punto de vista estratégico, ya las agencias de calificación de riesgo y las entidades inversoras utilizan además de metodologías para realizar el análisis financiero clásico a las compañías, otras para analizar profundamente el grado de sostenibilidad. Para ello incluyen elementos en su estructura que les permiten implementar sus propios estándares y controles. La aplicación de los criterios ESG da lugar a diferentes métodos de preselección de activos. No solo los inversores institucionales y los administradores de activos globales están considerando inversiones ESG, sino que también las propias empresas reconocen la necesidad de reducir su impacto ambiental. Hoy en día, los inversores solicitan a sus asesores que inviertan en empresas que cumplan con los criterios ESG. Según la clasificación de Eurosif (SPAINSIF., 2012), el foro europeo de referencia, las diferentes estrategias ESG para hacer una inversión socialmente responsable pueden englobarse en distintas categorías (Belsom, T., & Wearmouth, C., 2020).

### ***a) Filtrado negativo***

Este enfoque se refiere a la exclusión sistemática de potenciales inversiones, normalmente por su razón de ser o el producto o servicio que venden. Así, existen distintos niveles de filtrado negativo. Por un lado, se pueden excluir ciertos sectores por su pobre desempeño general, en cuanto a responsabilidad social y medioambiental. En concreto, esto se puede dar de manera más específica por no cumplir con algún criterio de forma pronunciada, por ejemplo, evitar prácticas empresariales. Por otro lado, se puede tratar de evitar por completo actividades porque, en sí mismas, constituyen actividades con una base ética dudosa. Algunos ejemplos de esto son empresas que están desarrollan su actividad en los sectores el armamento o las apuestas, cuyos productos pueden considerarse dañinos para la sociedad. Para el uso de este filtrado se suelen utilizar medidas cuantitativas de los criterios ESG y se establecen umbrales mínimos de cumplimiento.

### ***b) Filtrado basado en normas***

Además, existe el filtrado basado en normas que consiste en el proceso por el que los fondos de capital riesgo excluyen a aquellas empresas que no cumplen con los criterios seleccionados por entidades respetadas. Supone una subcategoría del filtrado negativo en la que el motivo básico por el que se rechaza la inversión es que no cumple con estándares como los tratados de la ONU, la Declaración de los Derechos Humanos y las pautas de la OCDE. Estos marcos de referencia, entre otros, suponen una guía para la selección de inversiones y han sido denominados también “*filtro de controversias*”.

### ***c) Filtrado positivo***

Se refiere al proceso de seleccionar o ponderar positivamente las empresas con mejor desempeño dentro de un grupo, es decir, haciendo una comparación entre homólogos de un mismo sector, en función a los criterios ESG. Es decir, en base a una preselección del sector en el que se va a invertir, se escoge a aquellas opciones con las mejores prácticas sostenibles en comparación con su competencia. Las empresas que suelen tener mejores calificaciones, teniendo esto en cuenta, son las que se dedican a tecnologías renovables o a iniciativas sociales, entre otros.

Una forma de filtrado positivo es aquella que pone el foco de inversión única y exclusivamente en activos relacionados con el desarrollo sostenible y agregan valor en

todas las industrias. Este tipo de estrategia más enfocada puede tener un objetivo específico o múltiples objetivos. Contribuyen a abordar diversos problemas ambientales y sociales como violaciones de los derechos humanos, laborales etc.

#### ***d) Integración de los factores ESG en el análisis financiero e inversión de impacto***

La metodología de esta estrategia se caracteriza por la inclusión de elementos de riesgos y oportunidades ESG, en la revisión económica y la selección en la financiación a elegir inversión. Para ello se utilizan fuentes de investigación interna o externa, como agencias de calificación de riesgo y carteras de índices de sostenibilidad para determinar el desempeño ESG de una empresa. Esta forma de elegir en que empresas invertir para los fondos de capital privado es cada vez más popular, por su carácter subjetivo que permite a inversores y trabajadores desarrollar su pensamiento crítico.

En esta categoría encajan aquellas inversiones que se realizan en compañías y fondos cuyo objetivo es generar impacto social o ambiental, asegurando rendimientos financieros. Esta inversión de impacto se puede realizar tanto en países en fase de desarrollo como en países con economías avanzadas. Dentro de la categoría de inversión de impacto, la Eurosif (Spainsif., 2021) incluye tres tipos: los vehículos de inversión en microfinanzas, las inversiones sociales y las inversiones en la comunidad.

#### ***e) Activismo accionarial sobre cuestiones de sostenibilidad***

Por último, está la también denominada “*shareholder advocacy*” o activismo accionarial, que consiste en una estrategia activa para influir en las decisiones corporativas a través del diálogo y la votación de los accionistas. Es un proceso a largo plazo destinado a mantener o incrementar la transparencia de las empresas en las que invierten los inversores institucionales.

#### **iii. Análisis de casos de éxito y aprendizajes de estas primeras inversiones ESG en el PE**

##### ***f) Texas Pacific Group Capital***

Entre los Private Equity que han adoptado la filosofía de ISR, en su estrategia de inversión, se encuentra Texas Pacific Group Capital (“**TPG**”), una Private Equity, con sede en San Francisco, California. Destaca no solo por conseguir grandes beneficios



económicos sino también porque busca dar respuesta y solución a distintos problemas sociales y/o medioambientales. En línea con este objetivo, uno de sus motivos para implementar estas prácticas de inversión ha sido dar cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

TPG Capital cuenta con un equipo dedicado a la responsabilidad social corporativa, que evalúa el impacto social y ambiental de su cartera de inversiones. Además, se asegura que las empresas sigan prácticas responsables y sostenibles, asimismo TPG invierte diversos sectores de la economía, incluyendo la tecnología, la salud, el consumo y la energía renovable. Este Private Equity creó una herramienta interna de evaluación de impacto, llamada TPG RISE (Forbes / EP., 2023), que son las siglas de Responsabilidad, Inclusión, Sostenibilidad, y Excelencia, que está siendo adoptado por cada vez más empresas. A través del mencionado instrumento se permite evaluar el impacto sostenible de sus inversiones, ajustados a los criterios ESG, así como proporcionar posibles alternativas para mejorar su desempeño en esta materia. En definitiva, TPG Capital demuestra que la ISR no solo es compatible con el éxito financiero en Private Equity, sino que también que mediante estas inversiones se puede mejorar el entorno.

#### *g) Actis*

Otro ejemplo de una empresa de Private Equity que ha adoptado la ISR como estrategia de inversión es Actis, una empresa británica, fundada en 2004, que se especializa en mercados emergentes. La empresa actualmente presenta tres alternativas de activos: un fondo de capital privado, uno de energía y otro inmobiliario. Lo curioso y pertinente al tema que se está estudiando en este trabajo es que, en este último, toda la actividad financiera está dedicada exclusivamente al continente africano. Por otro lado, los fondos de capital privado y de energía cubren China, India, África y Latinoamérica, donde durante los últimos cuatro años esta firma ha invertido 400 millones de dólares. La empresa ha creado un equipo de sostenibilidad y ha implementado un marco de trabajo basado en los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo para evaluar el impacto de sus inversiones y esta implementación es, en gran medida, el motivo de su éxito.

#### *h) Pacific gas and Electric Company*

Esta empresa, que centra su actividad en proveer gas natural y electricidad, experimentó un beneficio sustancial después de orientar un total de 20 billones de dólares de sus operaciones a desarrollar líneas de energía eléctrica que contribuyeran a la prevención de incendios forestales, en julio de 2021. Semejante estrategia se llevó a cabo como consecuencia de la concepción preexistente que existía en el mercado sobre la deficiencia de las líneas energéticas y su importante papel en lo que a generación de incendios forestales respecta. El proyecto pretendía afectar al funcionamiento de más de 16.000 kilómetros (Kearney, L., 2023) de líneas energéticas.

### *i) BP*

La empresa de energía se ha dedicado históricamente a la explotación y venta de petróleo y gas natural, pero últimamente ha llevado a cabo esfuerzos monumentales en la rehabilitación de su imagen. La compañía ha identificado las exigencias del mercado y se ha adaptado a ellas mediante. Algunos de los planes que han adoptado son producir fuentes de energía que provengan de residuos o plantas y planes enfocados a generar hogares y negocios con bajos impactos de carbono, a través de fuentes solares y eólicas.

Aunque todavía queda mucho campo de mejora (Lawson, A., 2022), porque la inversión de esta empresa en fuentes no renovables supera con creces la inversión de renovables, la empresa está viendo el efecto de este cambio de mentalidad en el negocio.

## **VI. Análisis de la evolución de las rentabilidades históricas de los fondos ESG y resultados actuales**

### **D. Tendencias actuales en la inversión socialmente responsable en Private Equity**

#### **i. Incorporación de políticas ESG en fondos de Private Equity de gran relevancia**

##### ***a) Actores que impulsan la ISR***

El desarrollo de la ISR es el resultado del intercambio en el mercado financiero de las empresas públicas y privadas, inversores y consumidores, con los Private Equity y otras entidades de intermediación. Para facilitar y demostrar la importancia de la ISR, todos estos actores deben colaborar en la promoción del desarrollo sostenible a través de activos rentables pero que a la vez cumplan con los criterios ESG. El desarrollo de la ISR es el resultado de la interacción de varias entidades: la administración estatal, las

empresas y el mercado financiero. La colaboración entre todas estas entidades es fundamental para promover la transición hacia el desarrollo sostenible y, desde una perspectiva de inversión, esta es la mejor manera de alentar a las empresas y organizaciones a lograr este objetivo.

Entre los operadores públicos y privados en materia de ISR se encuentran sujetos como: (i) las organizaciones internacionales gubernamentales y no gubernamentales; (ii) organizaciones internacionales regionales; (iii) Estados; (iv) asociaciones y entidades; (v) fondos de inversión y de pensiones; (vi) entidades bancarias; (vii) agencias de calificación en sostenibilidad; (viii) medios de comunicación; y (ix) consumidores. Estos actores influyen directamente en las acciones de las empresas en cuanto a sostenibilidad. Entre los promotores de la ISR están las organizaciones internacionales no gubernamentales, que actúa de forma independiente y en conjunto con los gobiernos, para ayudar a la creación de políticas. Como ejemplo de estas organizaciones está el Fondo Mundial para la Naturaleza.

De las organizaciones internacionales defensoras de esta práctica destacan la Organización de las Naciones Unidas (“ONU”), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y la Organización Mundial del Comercio. Las entidades gubernamentales también operan a través de instituciones internacionales como la Corporación Financiera Internacional. Entre las organizaciones internacionales están también las de tipo regional, y de estas destaca la Unión Europea. Unos buenos indicadores de que la ONU es uno de los principales promotores de la ISR son los diversos proyectos que ha creado, impulsados a través de su extensa red de miembros, compuesta por prácticamente todos los estados existentes (Plana Paluzie, A., 2020).

Aunque los principales promotores son organizaciones gubernamentales internacionales, el principal vehículo de aplicación de las ISR son las empresas y los fondos de inversión, por su papel como intermediarios y sin estas no tendrían cabida en el mercado.

Además, las entidades bancarias, que son los principales intermediarios financieros entre los fondos y los consumidores, ya están utilizando métodos ESG. Esto se ve reflejado en la existencia de varias entidades bancarias especializadas en desarrollo sostenible, como Triodos Bank que opera en España.

Por último, otro sector esencial para la expansión de las ISR, son los medios de comunicación, ya que promueven este tipo de inversiones y favorecen la captación de inversionistas a los fondos de inversión y otras gestoras.

## *b) Procedimiento de incorporación*

No se puede olvidar la importancia de la percepción de los inversores y otros actores relevantes sobre la ISR en el sector del capital privado, la cual va a depender de varios factores. Algunos de ellos son la cultura y valores de la empresa, la transparencia y la calidad de los datos ESG disponibles, así como la habilidad de los administradores para integrar la ISR en sus procesos de inversión y en la gestión de sus carteras.

Algunos estudios han demostrado que la ISR puede tener una derivación positiva en el rendimiento económico a largo plazo, especialmente en términos de mitigación de riesgos no financieros y mejora de la reputación y el compromiso de los empleados y otros accionistas. Como se ha venido analizando a lo largo de este trabajo, la exigencia de los inversores institucionales de considerar los criterios ESG, es un elemento clave que impulsa la adopción de ESG en las inversiones de los Private Equity. Es importante que las gestoras no dejen de lado actividades como la difusión de información en cuanto a criterios de ESG a fin de que los inversores tengan una formación más completa en lo que se refiere a estos temas. Para responder a las exigencias de los inversores, y alcanzar un resultado positivo, las gestoras deben demostrar que los criterios ESG merecen ser considerados en el proceso de inversión. Este proceso consta de varias etapas que se pueden dividir en tres: análisis, implementación y gestión.

En primer lugar, en la fase de **análisis** la gestora debe dar suficiente información para que los inversores interesados en asuntos ESG puedan evaluar si sus intereses y expectativas se ajustan a al proyecto de inversión concreto y así poder adoptar el enfoque ESG en su plan de inversión. Esta etapa también incluye la búsqueda de oportunidades de adquisición, por parte de la gestora, asociado a la identificación de posibles riesgos y oportunidades, y su estrategia de inversión. A corto plazo, son prácticas útiles, para integrar los criterios ESG en el plan de inversión, la evaluación de las inversiones desde este punto de vista mediante auditorías de las potenciales inversiones. Llevar a cabo el proceso de análisis sobre ESG en las inversiones consiste en examinar la relación de los objetivos posibles con los valores y principios de sustentabilidad. Asimismo, habrá que analizar sus modelos de negocio, ubicación geográfica y el sector al que pertenecen para conocer tanto las oportunidades y riesgos relacionados a su actividad (Price Waterhouse Coopers., 2020). De igual manera, la utilización de una auditoría sobre ESG, es una práctica parecida a la anterior, pero llevada a cabo por un asesor especialista en el tema y además independiente. En esta primera fase, sin perjuicio de que se emplee un método u

otro, la guía más útil para valorar el aporte de una empresa en cuanto a la ISR son los Objetivos de Desarrollo Sostenible desarrollados en la Cumbre de la ONU 2021. Una vez que se ha realizado el estudio financiero y sobre los mercados, se tendrá que entender la estructura y riesgos de la inversión para decidir la cantidad a invertir.

En segundo lugar, en la fase de **implementación** simplemente se realiza la aportación de capital. Pero antes de llevar a cabo la inversión, y para incluir los criterios ESG en las inversiones de la compañía, se deben determinar los objetivos a corto, mediano y largo plazo y el nivel de madurez de la compañía. El papel del Private Equity en esta fase será fomentar y promocionar la inclusión de prioridades relacionadas con los criterios ESG en las empresas de inversión para poder contribuir a la solución de problemas relacionados con ellos. Una vez establecidas las actividades a cumplir de acuerdo con el plan de acción, en función de la importancia de estas y de acuerdo a los Principios de Inversión Responsable de Naciones Unidas se deberán establecer además los objetivos. Tales objetivos específicos, pueden ser cualitativos o cuantitativos. Además, pueden ser establecidos de acuerdo con las métricas estándar según el Sustainability Accounting Standards Board o el Reporting Initiative, dos emisores internacionales de estándares, para informes financieros de sostenibilidad. La gestión de publicación de informes empresarial es fundamental porque es una herramienta que permite controlar el rendimiento y los avances obtenidos en cuanto a las acciones ejecutadas de acuerdo con los objetivos establecidos. Además, esta práctica fomenta la transparencia en la actividad de la empresa.

En tercer lugar, está la etapa de **gestión** que es la más relevante, debido a que se centra en la creación de valor por parte de las gestoras de Private Equity, donde se debe ayudar al crecimiento y desarrollo de la empresa. En esta fase, el desarrollo de los asuntos ESG se lleva a cabo definiendo la estructura de gestión ESG, identificando prioridades o aspectos importantes, desarrollando e implementando un plan de acción, gestionando la estrategia mediante la debida publicación de informes asociados a los avances relevantes. Una vez se ha definido la estrategia de gestión, se deberán determinar las responsabilidades a cumplir, la metodología de su implementación y el seguimiento de sus resultados, así como los recursos destinados para asegurar su integración y adecuada implementación. En esta fase se muestra el efecto de la aportación de los Private Equity en las empresas participadas, que se ve reflejado en el precio de venta en función del valor añadido creado para la unificación de los principios ESG en la gestión. Como se ha visto a lo largo del trabajo, estos son considerados tan importantes como otros aspectos de la

empresa como los fiscales o financieros, ya que el resultado de dicha integración puede incidir en la captación de inversión, o de inversores de largo plazo.

Es recomendable establecer una política de inversión ética, a fin de precisar un marco de actuación, que defina los principios y valores que fundamentan la estrategia de acuerdo con esta. De acuerdo con lo anterior, dependerá de la capacidad del fondo, para lograr un impacto sostenible en su cartera.

### *c) Factores relevantes a la incorporación*

Se ha hablado a lo largo del trabajo de los criterios ESG y de cómo la rentabilidad en la integración de éstos en las estrategias de Private Equity han hecho de la sostenibilidad, no solo una característica positiva y atractiva para la inversión sino en un requisito. Para poder apreciar este cambio radical de mentalidad en cuanto a la inversión en Private Equity es de utilidad la siguiente gráfica:

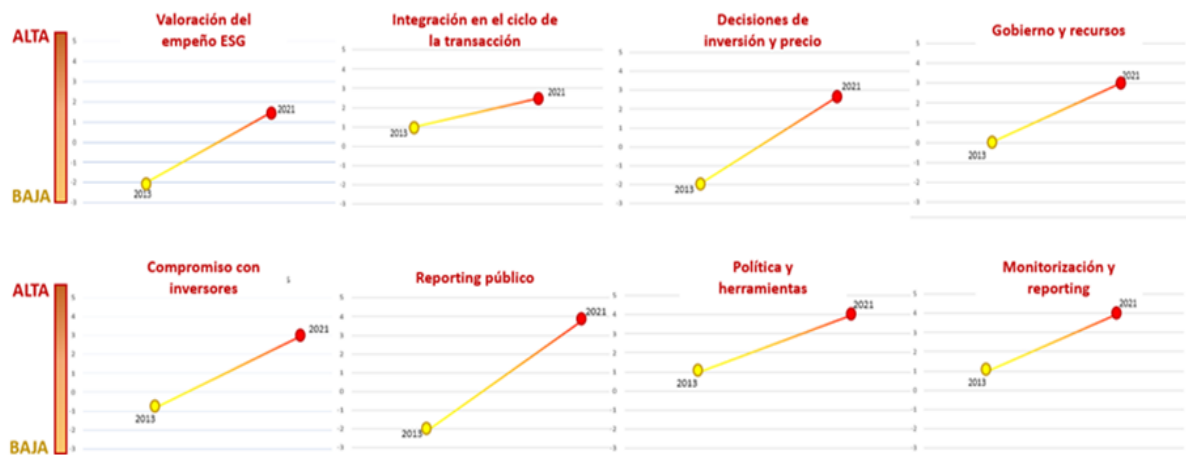


GRÁFICO 2

En ella se aprecia el desplazamiento de percepción de los inversores sobre las inversiones ESG en los últimos años, siendo la primera encuesta en 2013 (en amarillo) y la segunda en 2021 (en rojo). Se describe la importancia relativa que le dieron los encuestados a cada rama del ESG.

Así, se puede concluir que los factores de mayor importancia para los socios a la hora de tomar la decisión sobre si se invierte en una empresa, o no, son ocho: (i) valoración del desempeño ESG; (ii) integración del ciclo de la transición; (iii) decisiones

de inversión y precio; (iv) gobierno y recursos de la empresa; (v) compromiso con los inversores; (vi) reporting público; (vii) política y herramientas; y (viii) monitorización.

Sobre todo, se puede apreciar el drástico cambio que se ha producido en las decisiones de inversión y de publicar informes públicos, que afecta profundamente al compromiso con los inversores. La conclusión que se puede sacar del gráfico es que las firmas de capital riesgo, de manera exponencial, están incorporando los criterios ESG a su manera de invertir y valoran especialmente la transparencia de las empresas.

## ii. Impacto y resultados de las inversiones socialmente responsables en el PE actualmente

A lo largo de los últimos años, ha habido una lluvia de informes tratando de medir los resultados que tiene, no solo la inversión socialmente responsable, sino también los diferentes tipos de inversión ESG que se han ido desarrollando a lo largo del trabajo. Aunque sigue siendo un reto medir de forma exacta estos resultados, empieza a haber una evidencia empírica con una muestra cada vez más significativa de que la inversión responsable es, a día de hoy, igual o más rentable económicamente para las empresas que el resto de las inversiones, basadas en otros criterios. Sin embargo, no hay literatura que recoja esta parte per se, dando una clara visión de muchos de los informes realizados, y exponiéndolos de manera conjunta, fortaleciendo el argumento.

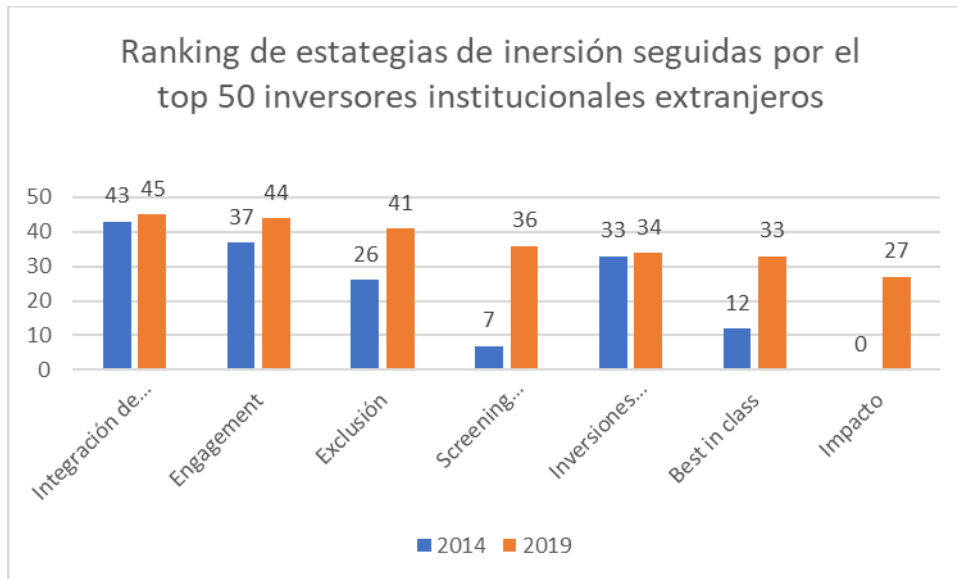
Según un informe de McKinsey & Company (Henisz, W., Koller, T., & Nuttall, R., 2019) los inversores y fondos de inversión con un enfoque en la inversión de impacto, concepto previamente explicado, han obtenido resultados similares o superiores a los fondos de capital privado tradicionales. Este dato viene respaldado por otro informe, en este caso de la Global Impact Investing Network (GIIN), que encontró que el 70% de los inversores de impacto informaron un desempeño financiero en línea mejor que sus pares no comprometidos con el impacto ESG (Bass, R., Sunderji, S., Nova, N., & Hand, D., 2020).

En 2019 se realizó un estudio acerca del análisis de los criterios sociales y ambientales, y lo demandados que son, o no son, por algunos de los inversores institucionales extranjeros más importantes (Club de Excelencia en Sostenibilidad, 2019). En este estudio, se identificaron cuáles eran las principales tendencias de inversión, en el ámbito social y ambiental, así como las demandas e intereses de los inversores responsables en esta materia. En este sentido, se observó que la integración de criterios

de índole social, ambiental y ética eran un elemento fundamental en los criterios de selección de inversiones, siendo el ético también un elemento prioritario para los inversores. Es importante decir que se había llevado ya a cabo este estudio, 5 años antes, preguntando las mismas cuestiones a un perfil de inversor similar, y, en muchos casos, a los mismos inversores institucionales que en el estudio posterior. En este estudio, en 2014, 43 de los 50 inversores entrevistados consideraban los criterios ESG como fundamentales a la hora de la inversión, demostrando una tendencia que ya existía hace casi 10 años, y que cada vez se consagra más. Para mayor índole, 5 años después, en 2019, 45 de 50 inversores analizados contestaron que sí a la misma cuestión. El estudio continuó delimitando que estrategia o conjunto de estrategias, ya estudiadas, seguía cada inversor para llevar a cabo esta inversión basada en criterios de responsabilidad social corporativa.

La variable denominada como “*engagement*” (compromiso) obtuvo un incremento de 7 inversores que la consideraban como importante en sus criterios a la hora de invertir, pasando de 27 respuestas afirmativas en 2014 a 44 en 2019. Esta tendencia se vería reflejada en todas las estrategias de inversión sostenible, previamente explicadas, demostrando que no solo hubo más empresas que consideraban los factores ESG como esenciales, sino que muchas empresas que sí que ya lo consideraban en 2014, habrían abierto sus criterios a no solo tener una estrategia de inversión para llevar a cabo este proceso, sino a utilizar varias estrategias a la vez, asegurando una mejor selección de criterios y de empresas en las que invertir. En este sentido, el filtrado o “*screening*” negativo creció 15 respuestas positivas, significando que 15 inversores que en 2014 no lo tenían en cuenta, en 2019 sí que lo utilizaban, llegando a 41 inversores. El *screening* basado en normas internacionales creció más de un 500%, pasando de 7 respuestas positivas a 36, solo 5 años después. La estrategia “*best in class*” pasó de 12 a 33, mientras que la inversión en fondos temáticos solo creció un 2%, y acabó con 34 respuestas positivas, y la inversión de impacto pasó de 0 a 27, confirmando otra vez, lo demostrado en los párrafos anteriores.





**GRÁFICO 3**

Continuando con la recapitulación de este estudio tan pertinente para las preguntas de investigación, y de tanto valor por la posibilidad de apreciar la evolución de la importancia ESG desde 2014 a 2019, a los inversores se les preguntó también por si asuntos de carácter ambiental y social intervenían en sus políticas de inversión y voto. Siguiendo con la tendencia, cada vez menos sorprendente, todos los factores obtuvieron resultados iguales o mayores que en la encuesta realizada unos años antes. Como se puede observar en el gráfico de debajo, factores como la erosión del suelo y las tecnologías limpias no crecieron muchísimo en importancia durante esos años, quedándose igual (en 12 votos) y pasando de 16 a 17 respuestas afirmativas, respectivamente. La falta de recursos, tema mencionado durante la tesis, incrementó el número de respuestas positivas de 9 a 14, un porcentaje muy elevado. Sin embargo, e gran cambio y evolución se dio en los demás factores. Las energías renovables, tema casi diario hoy en día, solo eran consideradas a la hora de tomar una decisión en 2014 por 19 de los 50 inversores cuestionados. Sin embargo, ya en 2019, el 80% de los inversores lo consideraban como un factor de decisión en sus empresas. Lo mismo pasó con el proceso de gestión de residuos y agua, que pasó de 25 a 38 y de 31 a 45 respuestas positivas respectivamente. Es interesante ver como la emisión de gases contaminantes fue el factor que mayor incremento de importancia tuvo, ya que en la primera encuesta ningún inversor la consideraba un factor clave para sus votos y decisiones, mientras que tan solo 5 años después, el 82% de los inversores regularon en sus afirmaciones. Por último, cabe destacar el factor del calentamiento global, el cual en 2019 ya era considerado casi de forma universal como un factor para decidir en sus empresas por parte de los inversores.

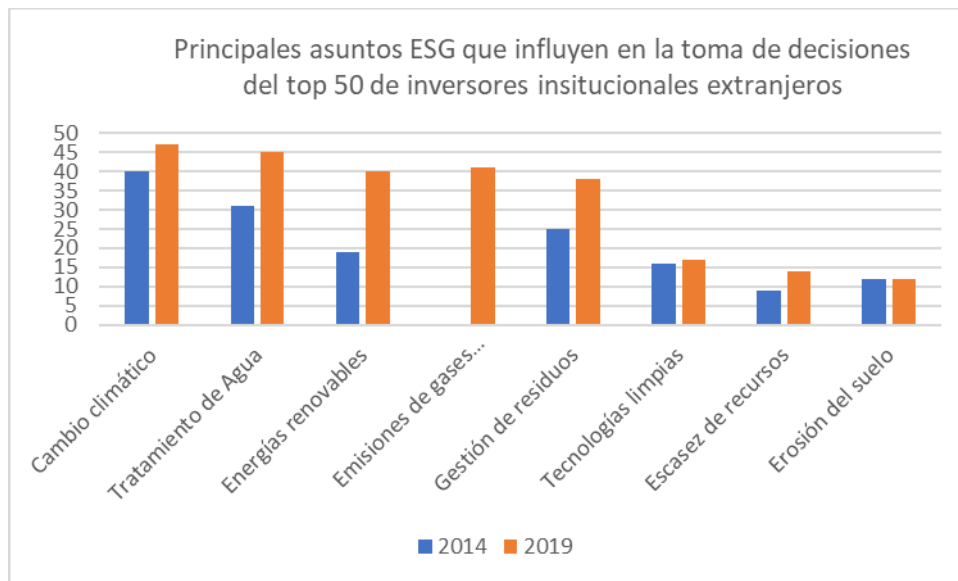


GRÁFICO 4

Otro de los estudios que más favorecen los argumentos expuestos a lo largo del trabajo es un estudio realizado por Global Sustainable Investment Alliance (GSIA, 2021), que midió la rentabilidad financiera de los fondos de inversión sostenibles vs los fondos de inversión tradicionales. El plazo de medición fue el período entre 2012 y 2020 y los resultados dejan poca duda, demostrando que los fondos de inversión sostenibles tuvieron un desempeño financiero equivalente o superior a en el 88%.

Para más índole, y tras comentar anteriormente de forma breve el informe anual que realiza PWC denominado Global Private Equity Responsible Survey (Price Waterhouse Coopers, 2020); según la firma la inversión sostenible empieza a estar ya tan normalizada en el mundo contemporáneo que en el año 2018 la inversión superó los 30 billones de dólares a nivel mundial. Este dato no se ha ralentizado con el paso de los años, sino que solo en Estados Unidos las compañías de Private Equity aumentaron su inversión sostenible en 5 billones de dólares entre los años 2018 y 2020. Es decir, en dos años, la inversión en un país ha incremento un 20% de su valor total en el año anterior en todo el mundo (cabe decir que es en el país donde más inversión sostenible hay). Este dato confirma la prometedor tendencia que se está estudiando en esta investigación. Para hacerse a una idea, en el Q2 2022, los activos sostenibles globales representaban 2.5 trillones de dólares (Pérez, L., Hunt, V., Samandari, H., Nuttall, R., & Biniek, K., 2022). Además, siguiendo con el estudio de PWC, tres quintas partes de los inversores institucionales en todo el mundo considera los criterios explicados a la hora de invertir y un 76%, de los fondos de Private Equity lo considera importante o muy importante.

En la actualidad se estima que la inversión con impacto en la sostenibilidad y el medio ambiente, independientemente de su rentabilidad, se sitúa en torno a los 715.000 millones de dólares (Molina, J., & Hita, E., 2022). Este incremento en las inversiones sostenibles se debe al cambio de mentalidad en cuanto a la gestión de los Private Equity, que han empezado a desarrollar estrategias de negocio respecto a los criterios relacionados con los criterios de ESG con resultados francamente positivos (Paine, L. S., & Fetter, H., 2020).

Una vez recapitulados algunos de los informes que soportan el argumento de que los inversores tienen cada vez más en cuenta los criterios socialmente responsables, habría que ver también como estos reciben mejores resultados por estas inversiones. Y es que los consumidores también están cada vez más concienciados con lo hablado a lo largo de la tesis. De hecho, un estudio (Nielsen, s.f.) demostró, que, a nivel global, el 66% de los consumidores están dispuestos a pagar más por productos y servicios de empresas que tienen un impacto positivo en la sociedad y el medio ambiente.

## **VII. Retos y oportunidades en la inversión socialmente responsable en Private Equity**

### **A. Desafíos asociados a la implementación de estrategias ESG en el PE**

Aunque, las estrategias ESG cada vez ganan más importancia y son consideradas más como una realidad, su asentamiento ha derivado en una serie de desafíos, de los cuales no se tiene una respuesta perfecta en la actualidad. Uno de los desafíos más simples es la gestión de la presión a la que están sometidos, tanto los inversores como los Private Equity, de seguir cada vez de forma más perfecta los criterios ESG y a la vez conseguir los beneficios suficientes como para que la empresa sea rentable y ayude a la economía (Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G., 2014). Ya no solo esto, sino que estos mismos inversores y fondos realmente desconocen (o no conocen del todo) como se mide cada criterio y en qué medida es necesario cumplirlo, ya que es complejo una medición exacta. De hecho, es tan así, que incluso las agencias de calificación no tienen del todo claro cómo valorar la sostenibilidad. Las agencias empiezan a tener claridad y a coincidir en las valoraciones y ponderaciones de los criterios solamente de carácter social, o en los criterios únicamente ambientales, pero sigue sin concordar en las calificaciones conjuntas de ESG (McKinsey, 2023). En línea con lo anterior, según este estudio las valoraciones de cumplimiento ESG de las 6 compañías de calificación más importantes del mundo solo

tienen una correlación media del 54%, pudiendo valorar de forma muy distinta a la misma empresa que cumplen de una forma idéntica con los mismos criterios ESG. Por esta razón resulta de vital importancia la formación sobre los criterios ESG a los inversores.

Además, existe una complejidad mucho más elevada actualmente para dirigir una empresa y tomar las decisiones, ya que ya no solo es exigible el ganar dinero, sino también más factores: ambientales, sociales, de gobierno corporativo, e incluso éticos. Este factor puede llevar a una dificultad en el compaginar los objetivos de rentabilidad y de responsabilidad social. También, la escasez de datos estandarizados sobre las prácticas de sostenibilidad dificulta la toma de decisiones objetivas en la toma de decisiones, y es difícil poner en balance la ponderación de los pesos de, no solo los criterios, sino los accionistas y la sociedad. Por otro lado, hay que tener en cuenta que las inversiones que tienen en cuenta criterios de ESG, suelen tener resultados a largo plazo y no a corto por lo que pueden llevar a conflictos potentes de interés cuando una empresa cae en la necesidad inmediata de tener que sobrevivir.

El estudio mencionado anteriormente, elaborado por PWC (Price Waterhouse Coopers, 2021), llegó a la conclusión de que un 81% de los encuestados no estaban dispuestos a reducir sus beneficios en 1% por perseguir ser más sostenibles. Además, el mismo estudio explicó que muchos inversores no tenían del todo claro cuáles de los criterios debían prevalecer sobre los otros, alegando que la información disponible al respecto no estaba estandarizada y dejaba lo que desear en términos de claridad en la jerarquía de necesidades. Siguiendo con esta idea, la mayoría de los inversores creen que los pocos puntos de referencia que hay tienen muchas deficiencias en nivel, siendo un tercio de los encuestados los que de lo calificaban de insuficiente. Los criterios son además subjetivos e indefinidos.

Otro de los desafíos viene de la necesidad de transparencia cada vez más presente en todas las empresas, ya no solo las cotizadas, sino que las que privadas también están sometidas a estándares de transparencia, incluso con normativas de la forma de hacerlo.

Un reto ético va a venir derivado de lo estudiado a lo largo de la tesis, el hecho de que la inversión sostenible, en su conjunto, haya llegado al punto de ser más rentable económicamente que la inversión no sostenible. Y es que en el futuro va a ser difícil saber diferenciar entre el ESG de verdad y el ESG en busca de la rentabilidad, es decir, el ceñirse a los criterios solamente por el hecho de que estos van a llevar a una imagen y reputación mejor, que, a su vez, normalmente lleva a unos retornos más atractivos (Deloitte, 2021).

Por otro lado, al ser un tema tan amplio y haber tantos criterios, es muy difícil la combinación de estos y que todos los inversores estén de acuerdo. Esto lleva a múltiples retos; primero, hace difícil la toma de decisiones ya que los votos pueden estar divididos entre criterios según la importancia que le de cada inversor y el porcentaje de accionariado que tenga, y segundo, hace que los objetivos del fondo no sean del todo claros, ya que la diversidad de opiniones lleva a la confusión en la selección de que criterio es vital para cada objetivo y cual tiene prioridad sobre el otro. No todos los accionistas van a estar siempre en acuerdo perfecto respecto a que objetivo de sostenibilidad es más vital, y eso lleva a la confusión, el conflicto, y la falta de rapidez en la toma de decisiones.

## B. Oportunidades para la generación de valor económico y sostenible mediante inversiones ESG

A pesar de que la inversión sostenible esté cada vez más aceptada y desarrollada, sigue existiendo un largo camino por recorrer, en el que surgen, y surgirán, nuevas oportunidades para seguir generando valor, tanto económico como sostenible. Una forma de intentar resolver muchos de los desafíos mencionados anteriormente es limitar de forma natural la inversión sostenible. Esto no quiere decir legislar cuánto de tu portfolio tiene que ser sostenible, ni poner un tope a la ayuda ambiental, pero sí realizar un análisis profundo de las inversiones sostenibles, para no dejarse caer en el invertir en ESG por reputación e imagen. Como todo, los extremos suelen traer connotaciones negativas, y el desarrollo de un sistema de medición y monitoring de la cartera ESG debería empezar a ser un requisito en los fondos de PE, de tal forma que, si este deja de ser tan rentable de un momento a otro, haya un control y una separación con el otro objetivo de la empresa, generar retornos a los inversores. Otra rama de esto es la otra mitad, es decir, tener un control sobre los activos que tiene cada fondo en su cartera que puedan tener daños en su valor debido a fuerzas ambientales, como, por ejemplo, el petróleo si este en algún momento baja monumentalmente de precio. En definitiva, invertir de forma responsable y equitativa.

Uno de los pilares de la inversión es el adelantarse a eventos que pueden ocurrir, es decir, adaptarse al mercado. Una oportunidad que tiene el ESG es que es un factor más, y, sobre todo, más importante, que puede alterar los precios de los activos. Los fondos de Private Equity pueden sacar una ventaja competitiva muy determinante si se desarrollan perspectivas a futuro de la evolución tanto del ESG de cómo va a afectar este a la economía a largo plazo. Para esto, es necesario desarrollar un conjunto de criterios

definido, reto todavía por conseguir, de tal forma que, creando un plan a futuro, puedan los fondos prever y sacar rentabilidad. Esto además llevaría una más sencilla compaginación de sostenibilidad y rentabilidad, al asegurarse beneficios futuros y pudiendo solo concentrarse en lo que de verdad mejora el mundo. Un ejemplo sería pensar en qué oportunidades se van a crear, sí, y cuando, las energías renovables dominen todo el panorama energético (Mckinsey, 2023).

## **VIII. Conclusiones**

Este capítulo pretende hacer una breve recapitulación del análisis que se ha llevado a cabo, así como un repaso del cumplimiento de los objetivos, una confirmación, o no confirmación, de las hipótesis planteadas, y, por último, una breve reflexión.

En el informe se ha recogido mucha de la extensa literatura existente sobre la inversión sostenible en el mundo de las finanzas, y, sobre todo, en los fondos de PE. Se ha hecho una síntesis global de los diferentes aspectos que afectan a la ISR, desde los criterios ESG, hasta las estrategias de inversión y la evolución de los fondos con respecto al tema. Además, se ha llevado a cabo un análisis descriptivo y teórico sobre los impactos y resultados que ha tenido este tipo de inversión en las rentabilidades financieras, y la importancia en el mundo financiero actual.

Tras el análisis, ha quedado claro que la literatura sobre el tema es cuasi infinita, pero esta no proporciona una visión clara y global de los conceptos relacionados con el tema. Es más, es tan así que hemos comprobado que la mayoría de los inversores de la muestra considera que no hay información lo suficientemente clara y objetiva hoy en día. Esto lleva a muchas limitaciones, que están entorpeciendo el avance todavía más exponencial que debería tener la inversión sostenible, y, creando miedos en los distintos agentes que intervienen. Los criterios ESG, la definición de ISR, la jerarquía de los criterios en la toma de decisiones, el balance entre lo sostenible y lo mejor para los accionistas, la curva rentabilidad-sostenibilidad, y la valoración de la sostenibilidad son algunas de las muchas ideas de las que no se tiene una solución universalmente aceptada.

Sin embargo, aun así, se ha demostrado que la inversión socialmente responsable en su conjunto acarrea una rentabilidad superior a la inversión basada en cualquiera de los muchos otros criterios. Además, se ha demostrado también que, a pesar de la sensación de desconocimiento y confusión, los inversores siguen subiendo la importancia

que le dan a los criterios ESG para decidir sus inversiones, multiplicándose esta de forma exponencial en los últimos años.

Está claro que la inversión basada en los criterios ESG es un tema que ha llegado para quedarse, y que va a seguir creciendo año tras año, y es por eso por lo que se tiene que ser mejor de lo que se está siendo, en cuanto a estudio se refiere. El mundo está en constante cambio, en constante movimiento, y cuando surgen temas como este, que cambian la forma en la que se vive, y de verdad son trascendentes, el mundo actúa directamente, en vez de, de verdad entender lo que está sucediendo y desde ahí actuar. Al ser un tema tan importante, requiere de la necesidad de muchísimo estudio y análisis, mucha recopilación y síntesis, y desde luego, mucha mayor explicación al público general de la que hay en la actualidad. Este trabajo ha pretendido empezar por esa recopilación y síntesis de la información, de cara a que el público general, a veces menos experto, tenga un informe global y claro sobre estos aspectos que están cambiando la economía, probablemente, para siempre.

## **IX. Futuras líneas de investigación y recomendaciones**

Todavía hay muchísimo que estudiar sobre el ESG, y como se ha visto a lo largo del trabajo, sigue habiendo muchísimos retos no resueltos y que necesitan unas recomendaciones a futuro. El primer punto para acelerar la recogida y puesta en común tanto de criterios ESG, como de la valoración del desempeño de estos, es que todos los actores remen en la misma dirección. Los inversores, consumidores, agencias de calificación, fondos de inversión, organizaciones gubernamentales, deberían presentar más y más iniciativas para la puesta en común de criterios y esto debería ser una obligación. Darse de verdad cuenta el orden de prioridad para la sociedad, así como los criterios para valorar. Incluso, se podría hacer una agencia de valoración conjunta solo para criterios ESG, de tal forma que todos los actores tengan una visión clara de la forma de valorar y las prioridades a seguir, que llevará, a su vez, a menos conflictos, más rapidez en la toma de decisiones y una mayor claridad en los objetivos a largo plazo.

En línea con el punto anterior, sigue habiendo demasiada confusión interna en cuanto a los objetivos de las empresas en términos sostenibles. Las empresas deberían cada vez tomarse más en serio el tener departamentos ESG, departamentos de *monitoring* ESG, o, por ejemplo, que llegue el momento de que haya que llevar a cabo una contabilidad ESG, al igual que hay que realizar de forma obligatoria unas Cuentas

Anuales financieras. Asimismo, el desarrollo de un punto de referencia más estable, cuasi mundial debería ser una de las máximas prioridades en el mundo de la economía.

## X. Bibliografía

### A. FUENTES

- Álvarez, C. (2021). *¿Qué son los criterios ESG ('environmental, social and governance') y por qué son importantes para los inversores?* BBVA Compromiso en Finanzas Sostenibles. Recuperado de este [enlace](#).
- Bass, R., Sunderji, S., Nova, N., & Hand, D. (2020, October 22). *Understanding Impact Performance*. Global Impact Investing Network. Recuperado de este [enlace](#).
- BBC Mundo. (8 de septiembre de 2010). *Derrame: "muchas fallas" causaron el accidente de BP*. Recuperado de este [enlace](#).
- Belsom, T., & Wearmouth, C. (2020). *FILTRADO (SCREENING). Principles for Responsible Investment*. Una iniciativa para inversores en asociación con la Iniciativa Financiera del PNUMA y el Pacto Global de la ONU. Recuperado de este [enlace](#).
- Brock, T. & Courage, A., (Updated March 22, 2023). *What Is Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing?* Investopedia. Recuperado de este [enlace](#).
- Castelló Muñoz, E., & Trias Pintó, C. (2011). *Productos financieros socialmente responsables*. Cuadernos de Información Económica, 221, 97-100.
- Club de Excelencia en Sostenibilidad. (2019, 5 de septiembre). *5ª Edición del Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable*. Recuperado de este [enlace](#).
- Comisión Europea. (2018, 8 de marzo). *Finanzas sostenibles: Plan de Acción de la Comisión para una economía más ecológica y más limpia*. Comunicado de prensa.
- Comisión Europea. (2021, 12 de mayo). COM (2021) 400 final. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. La senda hacia un planeta sano para todos: Plan de Acción de la UE: "*Contaminación cero para el aire, el agua y el suelo*".
- Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático. (2015). Acuerdo de París.
- Corral, M. G. (2014). El 'Valdez' español. El Mundo. Recuperado de este [enlace](#).
- Cumming, D., & Johan, S. (2007). *Socially Responsible Institutional Investment in Private Equity*. Journal of Business Ethics, 75(4), 395–416.
- Deloitte. (diciembre de 2021). *Qué son los criterios ESG y para qué sirven*. Recuperado de este [enlace](#).
- Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas.



- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*. *Management Science*, 60(11), 2835-2857. Recuperado de este [enlace](#).
- elEconomista Capital Privado. (2021, 26 de noviembre). *La digitalización y la sostenibilidad guiarán a los grandes fondos en 2022*. Recuperado de este [enlace](#).
- Escribano Ruiz, G., Pérez Bravo, M. C., & Bahillo Marcos, M. E. (2019). *Gestión Financiera* (2.a edición).
- Fernández Izquierdo, M. Á., y Muñoz Torres, M. J., (2008). *Inversión Socialmente Responsable: Estrategias, Instrumentos, Medición y Factores de Impulso*. Comisión de Responsabilidad Social Corporativa de AECA.
- Fernández-Izquierdo, M. A., Muñoz-Torres, M. J., Escrig-Olmedo, E., Rivera-Lirio, J., y Ferrero-Ferrero, I. (2019). Capítulo 9. *La inversión socialmente responsable*. En *Memento Responsabilidad Social Corporativa*. Editorial Lefevre.
- Forbes / EP. (2023, 26 de abril). *Ohmium cierra una ronda de financiación de 227 millones liderada por TPG Rise Climate*. Recuperado de este [enlace](#).
- Gates, B. (2021). *Cómo evitar un desastre climático: Las soluciones que ya tenemos y los avances que aún necesitamos*.
- Gitman, L. and Joehnk, M. (2009). *Fundamentos de investigación (Décima edición)*. Pearson Educación.
- Gobierno de España. (2007). *Estrategia Española de Desarrollo Sostenible*. Recuperado de este [enlace](#).
- GSIA (2014). *The Global Sustainable Investment Review*. Recuperado de este [enlace](#).
- GSIA. (2021). *Global Sustainable Investment Review 2020*. Recuperado de este [enlace](#).
- Harvard Kennedy School - Initiative for Responsible Investment. (s.f.). *Handbook on Responsible Investment Across Asset Classes*. Recuperado de este [enlace](#).
- Henisz, W., Koller, T., & Nuttall, R. (2019, 14 de noviembre). *Una propuesta ambiental, social y de gobierno (ESG) apropiada conduce a una mayor creación de valor*. McKinsey analysis. Recuperado de este [enlace](#).
- Hyrskke, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A., & Sievänen, R. (2023). *The Responsible Investor: An Introductory Guide to Responsible Investment* (1st ed.).
- Iberdrola (s.f.) *¿Qué son los bonos verdes y para qué se utilizan?* Recuperado de este [enlace](#).
- Jowit, J. (2010, 18 de febrero). *World's top firms cause \$2.2tn of environmental damage, report estimates*. The Guardian. Recuperado de este [enlace](#).
- Kearney, L. (2023, 24 de febrero). *PG&E slows underground power line plan aimed at avoiding wildfire risk*. Recuperado de este [enlace](#).
- Lawson, A. (2022, 27 de diciembre). *BP criticised over plan to spend billions more on fossil fuels than green energy*. Recuperado de este [enlace](#).
- McKinsey. (2023, May 26). *ESG momentum: Seven reported traits that set organizations apart*. Survey. Recuperado de este [enlace](#).
- Méndez, M. Á. (22 de septiembre de 2015). *Cómo Volkswagen engañó a todos trucando sus coches con un 'software'*. El Confidencial. Recuperado de este [enlace](#).

- MICRORATE (2011) *State of microfinance investment: the MicroRate 2011 MIV survey*, MicroRate, Inc., Virginia. Recuperado de este [enlace](#).
- Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente. (2016, abril). *La inversión en la creación y desarrollo de empresas verdes en España*. Gobierno de España. Recuperado de este [enlace](#).
- Molina, J., & Hita, E. (2022, 11 de febrero). *Esto sí es inversión de impacto*. El Confidencial. Recuperado de este [enlace](#).
- Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing (octubre, 2021). *Sustainable signals*. Recuperado de este [enlace](#).
- Mudaliar, A., & Dithrich, H., (2020). *Sizing the Impact Investing Market*. Global Impact Investing Network. Recuperado de este [enlace](#).
- Naciones Unidas. (2015). *La Asamblea General adopta la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible*. Recuperado de este [enlace](#).
- Nielsen (s.f.). *La base de datos: Qué significa sostenibilidad hoy*. Recuperado de este [enlace](#).
- Olazábal, V. (2014, 3 de diciembre). India recuerda su mayor tragedia industrial: el desastre de Bhopal. EL MUNDO. Recuperado de este [enlace](#).
- Paine, L. S., & Fetter, H. (2020, August). *U.S. Private Equity Firms: ESG and Impact (A)*. Harvard Business School. Recuperado de este [enlace](#).
- Parlamento Europeo. (2014, 22 de julio). En Preguntas escritas formuladas por los diputados al Parlamento Europeo y sus respuestas.
- Pérez, L., Hunt, V., Samandari, H., Nuttall, R., & Biniek, K. (2022, August 10). *Does ESG really matter—and why?* McKinsey. Recuperado de este [enlace](#).
- Plana Paluzie, A. (2020). *Origen, desarrollo y futuro de las inversiones socialmente responsables (ISR)*. Revista Española de Capital Riesgo, N.º 2/2020, págs. 39-58.
- Price Waterhouse Coopers. (2020, 3 de julio). *Responsible Investment Guide for the Private Equity & Venture Capital Sector in Spain*. Recuperado de este [enlace](#).
- Ramos, E., Korin, M., García, A., Pérez, J., Shepherd, D., & Peinado-Vara, E. (2009). *Guía de aprendizaje sobre la implementación de Responsabilidad Social Empresarial en pequeñas y medianas empresas*. Fundación Ecología y Desarrollo (Ecodes). Recuperado de este [enlace](#).
- Refinitiv. (s.f.). Puntuaciones de compañías de ESG de Refinitiv. Recuperado de <https://www.refinitiv.com/es/sustainable-finance/esg-scores>
- Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles, y Reglamentos delegados posteriores.
- Sánchez-Jara, G. (27 de marzo de 2019). *Datos personales y su impacto en elecciones (Parte 1): Cambridge Analytica y el uso no autorizado de datos personales de Facebook*. RGPD Blog. Recuperado de este [enlace](#).
- Sherwood, M. W., & Pollard, J. (2018). *Responsible Investing: An Introduction to Environmental, Social, and Governance Investments*.

Silano, S. (17 de enero de 2023). *Flujos Europeos ETFs en 2022: Los ETFs centrados en ESG representaron el 65% de todos los flujos en Europa*. Morningstar. Recuperado de este [enlace](#).

SPAINSIF. (2012). *La inversión socialmente responsable en España: Informe*. Recuperado de este [enlace](#).

Spainsif. (2018, mayo). *¿Qué es la inversión socialmente responsable?* Recuperado de este [enlace](#).

SPAINSIF. (2021). *Estudio 2021: La inversión Sostenible y Responsable en España*. Recuperado en este [enlace](#).

Sparkes, R. (diciembre de 2002). *Ethical Investment: Whose Ethics, Which Investment?* Business Ethics A European Review.

Vargas Vásquez, J. C. (2012, noviembre). *La CSR, un Pilar Estratégico en Nuestra Cámara. Publicación Oficial de la Cámara de Comercio Colombo Canadiense*, (nº 3), ISSN 2248-8529.

## B. GRÁFICOS

GRÁFICO 1: Stankiewicz, A. (2022). *Sustainable Fund Flows Dip for the Quarter but Peak for the Year*. Morningstar. Recuperado de este [enlace](#).

GRÁFICO 2: Price Waterhouse Coopers. (2021). *El capital privado y la ESG: del cumplimiento a la creación de valor - Informe Global Private Equity Responsible Survey 2021*. Recuperado de este [enlace](#).

GRÁFICOS 3 y 4: Club de Excelencia en Sostenibilidad. (2019, 5 de septiembre). *5ª Edición del Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable*. Recuperado de este [enlace](#).