

La inversión de impacto en España en 2021

Junio de 2022 · II Edición



Autores

Guillermo Casanovas

Profesor de Esade y miembro del Esade Center for Social Impact

Suzanne Jenkins

Mánager del Esade Center for Social Impact

Cristina Osoro Cangas

Investigadora del Esade Center for Social Impact

Lisa Hehenberger

Profesora de Esade y directora del Esade Center for Social Impact

Este proyecto ha sido liderado por SpainNAB y ha contado con el apoyo técnico de:

José Luis Ruiz de Munain

Director general de SpainNAB

Marta González Labián

Lead manager en Finanzas de Impacto y Sostenibles de SpainNAB

Patrocinador global



Patrocinador del estudio



Índice

PREFACIO

04/05

RESUMEN EJECUTIVO

06/09

INTRODUCCIÓN

10/11

METODOLOGÍA

12/17

TAMAÑO DEL MERCADO

18/21

SEGMENTACIÓN DEL MERCADO

22/25

CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

26/39

BARRERAS, OPORTUNIDADES Y DEBATES PARA LA EXPANSIÓN DEL SECTOR

40/45

AGRADECIMIENTOS

46/49

Prefacio

Contar con datos rigurosos y actualizados sobre el sector es fundamental para aportar transparencia a la inversión de impacto, de manera que esta pueda ser relevante para impulsar de una economía de impacto a escala nacional y europea. Mediante el presente estudio, SpainNAB y el Esade Center for Social Impact pretenden arrojar luz sobre las prácticas de inversión de impacto y facilitar que el sector crezca con integridad.

Un año atrás, publicamos la primera radiografía del mercado en España, en que identificamos los distintos actores que lo componen y las características de sus estrategias. Con esta segunda edición del estudio, ampliamos la base de datos que nos permite seguir analizando la oferta de capital para la inversión de impacto en España y entender su evolución en el tiempo. Además, explicamos algunas cuestiones básicas que se están debatiendo en el sector y que condicionarán su desarrollo en el futuro.

El impacto de este estudio ha traspasado ya nuestro mercado y ha contribuido al lanzamiento, en marzo de este año, del consorcio europeo entre el Global Steering Group for Impact Investment (GSG), algunos de sus consejos asesores nacionales (NABs por sus siglas en inglés) y socios académicos, y la European Venture Philanthropy Association (EVPA), para la realización de una fotografía conjunta del estado de la inversión de impacto en Europa. Trabajando de forma coordinada con todo el ecosistema europeo conseguiremos ser más fuertes y actuar con una voz única ante las instituciones comunitarias y los gobiernos nacionales, con el fin de impulsar una inversión de impacto transformadora y promover medidas que catalicen su crecimiento.

Desde estas líneas, queremos expresar nuestro agradecimiento a todas las entidades que han participado en la encuesta, a los miembros del Comité de Expertos del estudio, a CaixaBank y a la Fundación Anesvad, sin cuyo apoyo este estudio no habría sido posible.

José Luis Ruiz de Munain

Director general de SpainNAB



Lisa Hehenberger

Profesora titular del Departamento de Dirección General y Estrategia en Esade.
Directora del Esade Center for Social Impact



Center for
Social Impact

PREFACIO

En marzo de este año, la comunidad de inversión de impacto EVPA, el Global Steering Group for Impact Investment (GSG) y varios de sus consejos consultivos nacionales (NABs por sus siglas en inglés) y otros socios académicos lanzaron un consorcio que pretende ofrecer una imagen clara y fiable del mercado de la inversión de impacto en Europa. En la actualidad, las nociones de inversión "de impacto" y "sostenible" siguen siendo borrosas o intangibles para mucha gente, a pesar de que se están extendiendo. Este esfuerzo contribuirá a crear más transparencia en torno a las prácticas de inversión de impacto, lo que es necesario para ayudar a que el sector crezca y tenga su potencial para transformar la sociedad.

El consorcio reúne a los principales agentes de impacto y se construye a partir de dos años de debates sobre cómo armonizar las metodologías y las estrategias de recogida de datos. Su primera iniciativa ha sido el lanzamiento de la primera Encuesta Europea de Inversión de Impacto, cuyo objetivo es recoger y agregar datos sobre las prácticas de inversión de impacto de forma exhaustiva de todos los actores, país por país, en toda Europa de una manera consistente y comparable.

Queremos agradecer a SpainNAB y al Esade Center for Social Impact, nuestros socios españoles, el papel pionero que han desempeñado en estos esfuerzos, para contribuir al proceso y al desarrollo de la metodología. Este informe es el primero que se publica utilizando los datos recogidos con la encuesta armonizada.

Esperamos con interés la fase siguiente de este trabajo en el segundo semestre de este año, en que el consorcio presentará los resultados globales a nivel

europeo. Mientras tanto, la metodología puede servir de modelo para los procesos nacionales y regionales de estimación del tamaño del mercado que llevan a cabo los consejos consultivos nacionales del GSG y las organizaciones similares a EVPA que operan en otras partes del mundo.

Cliff Prior

Director general del GSG



Roberta Bosurgi

Directora general de la EVPA



Resumen ejecutivo

La inversión de impacto busca generar un impacto social o medioambiental medible, además de un retorno financiero. Por segundo año, hemos dimensionado el tamaño del sector en España y lo hemos segmentado en función de las clases de impacto del *Impact Management Project* (IMP). En este informe, analizamos las principales características de los fondos de capital privado que hacen inversión de impacto en España, así como de las fundaciones y entidades de banca ética y social que proporcionan financiación para la economía de impacto, con el objetivo de proporcionar mayor transparencia y conocimiento sobre este sector. A continuación, presentamos un resumen de las conclusiones más destacadas.

A. LA INVERSIÓN DE IMPACTO SE CONSOLIDA EN ESPAÑA

El estudio incluye diferentes tipos de actores, entre los que destacan los fondos de capital privado (principalmente capital riesgo) de impacto, las entidades de banca ética y social, y las fundaciones. Los fondos de impacto han sido clave en el crecimiento y el reconocimiento de la inversión de impacto en nuestro país y a nivel global, y han liderado prácticas como la medición del impacto y la utilización de dichas métricas de impacto para calcular los retornos financieros de los gestores del fondo. Estos fondos de capital privado de impacto suponen 435,8 millones de euros (el 18% del total). En el último año han aparecido nuevos vehículos y sus activos bajo gestión han crecido un 33%, multiplicando prácticamente por cinco la cifra de tres años antes (92 millones de euros en 2018).

Con 1.637,7 millones de euros (el 68% del total), la banca ética y social sigue siendo el segmento con mayor volumen, aunque el crecimiento ha sido menor (del 10%) porque es un sector más maduro. Las fundaciones siguen desempeñando un rol destacado, con 229,9 millones de euros (el 10% del total), y otros actores son las plataformas de *crowdfunding* o los fondos de titularidad pública. De manera agregada, el tamaño de la inversión de impacto en España a diciembre de 2021 se consolida en torno a los 2.400 millones de euros, lo cual supone un 1% más con respecto a la cifra de 2020 (2.378 millones de euros) y un crecimiento del 12% (desde los 2.133 millones de euros) si contabilizamos directamente el aumento del capital gestionado por las organizaciones que han participado este año en el estudio. Estos números reflejan la buena salud del sector en nuestro país y su composición demuestra la diversidad de actores y de estrategias utilizadas.

B. DISTINTAS MANERAS DE CONTRIBUIR COMO INVERSOR

También destaca la variedad de las contribuciones que efectúan los inversores, que el estudio analiza en el marco del *Impact Management Project* (IMP). Esta contribución, también denominada "adicionalidad del inversor", puede adquirir varias formas. En el caso de España, por ejemplo, el 84% de los vehículos se dirigen a mercados de capital desatendidos y el 51% ofrecen condiciones mejores a las de los inversores comerciales. Además, la mayoría de los vehículos analizados se involucran activamente en las organizaciones en que invierten para ayudarles a mejorar su impacto. Cabe señalar que el concepto de adicionalidad, concretamente su papel en la definición y segmentación de la inversión de impacto, todavía es objeto de debate, como apuntamos en la sección sobre los activos cotizados.

C. LOS FONDOS EUROPEOS, INSTITUCIONALES Y GRANDES PATRIMONIOS, PRINCIPALES INVERSORES EN LOS FONDOS DE CAPITAL PRIVADO DE IMPACTO

Al analizar las fuentes de financiación de los fondos de capital privado, constatamos la relevancia de la financiación pública (20%) – eminentemente europea – y, sobre todo, de la financiación privada a través de los inversores institucionales (39%) y de los grandes patrimonios (31%). El rol de la inversión pública es importante porque puede ejercer de catalizadora de la inversión privada, ya sea porque indica la solidez del fondo de impacto y cubre una parte sustancial del capital que debe recaudarse, o incluso porque permite que los inversores privados tengan unas condiciones de riesgo o una rentabilidad potencial más favorables, en unas estructuras que se conocen como *blended finance*. En conjunto, y de manera similar a otros países, el 56% de los vehículos de inversión buscan rentabilidades en línea con la inversión tradicional, mientras que el 41% buscan rentabilidades inferiores – especialmente entre las fundaciones.

En cuanto a las fuentes de financiación del sector en su conjunto, destaca el rol importante de los inversores individuales (suponen el 75% del total), que sobre todo como clientes de la banca ética y social permiten que las entidades de emprendimiento social puedan financiar sus proyectos con instrumentos de deuda.

D. INVIRTIENDO EN DISTINTOS TIPOS DE ORGANIZACIONES

Más de tres cuartas partes (87%) de la inversión de impacto que se gestiona desde España se invierte en nuestro territorio, el 1,5% en otros países de Europa y el 11% en países en vías de desarrollo de América Latina, África y Asia. En el caso de los fondos de capital privado, el 36% se invierte en España y el 52% en países en vías de desarrollo. Las etapas de preincubación y de incubación son las que reciben menos inversión, y la mayoría de los fondos van a empresas en fase de validación (especialmente en el caso de las fundaciones), de crecimiento (en especial, los fondos de impacto) y de madurez (donde destaca la banca ética y social). Las entidades receptoras siempre tienen una misión social clara, pero varían en su estructura y en sus restricciones al pago de dividendos.

En cuanto al volumen de las operaciones, el promedio va desde los 20.000 euros hasta los 6 millones. La banca ética y social normalmente financia los importes más pequeños (un promedio de aproximadamente 85.000 euros), mientras que los fondos de impacto invierten una media de 2,5 millones de euros por operación. Los instrumentos financieros utilizados también son diversos, aunque predominan la inversión en capital (no cotizado), en el caso de las fundaciones; la financiación a través de la deuda, en el caso de la banca, y una combinación de ambas (un 39% de deuda y un 61% de capital) entre los fondos de impacto.

E. LA IMPORTANCIA DE LA MEDICIÓN DE IMPACTO

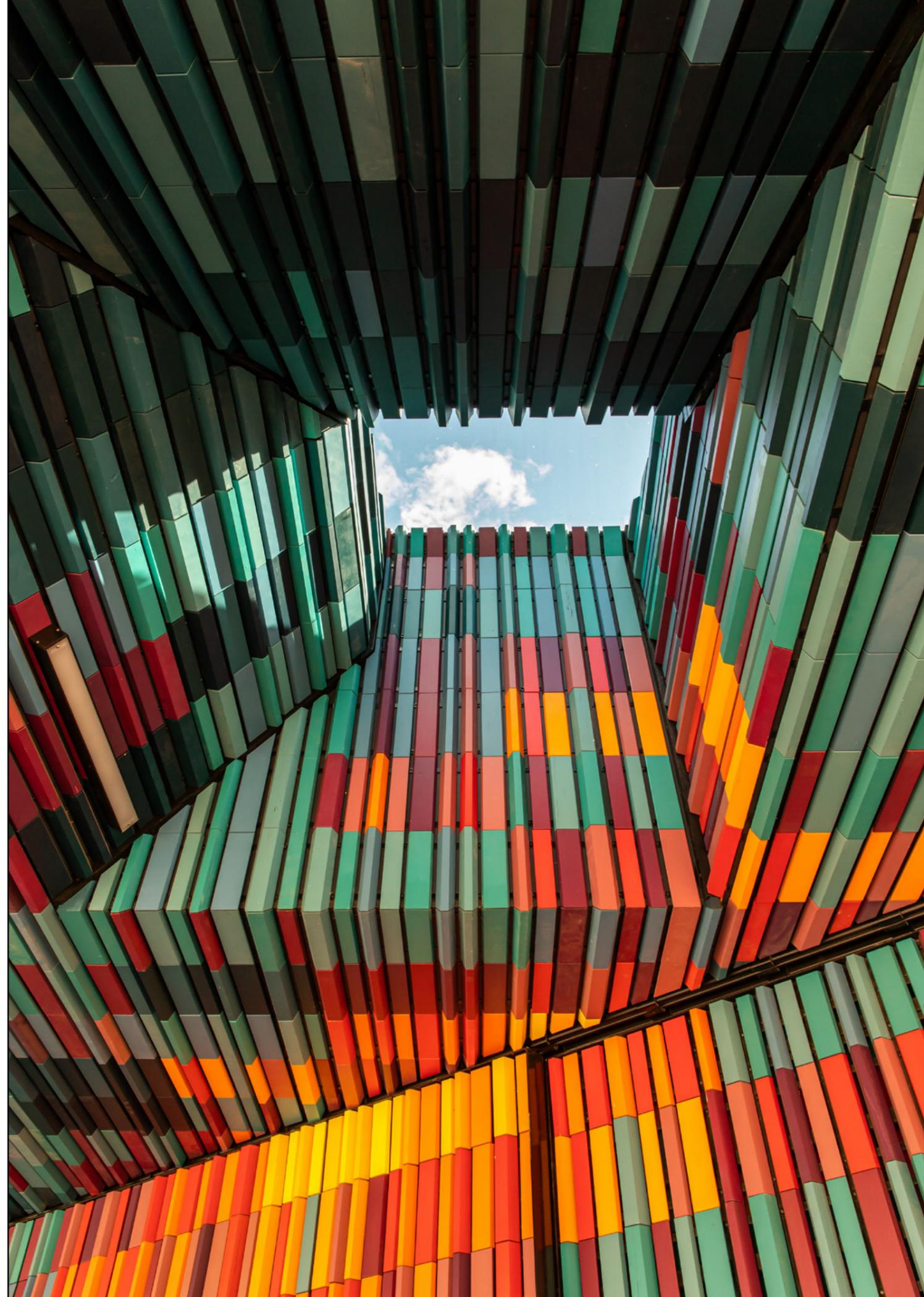
La medición del impacto social y medioambiental es un elemento clave de la inversión de impacto, aunque es cierto que se lleva a cabo de maneras diversas y que los avances hacia una mayor sofisticación aparecen de manera paulatina. Un ejemplo positivo es el foco que se está poniendo en la medición de los *outcomes* (los cambios relevantes generados en los beneficiarios), sobre todo entre los fondos de impacto, en que el 90% los está trabajando. Las herramientas más utilizadas entre los participantes del estudio son la Teoría del Cambio y los ODS (dos tercios, respectivamente), aunque también destacan el *Impact Management Project* (IMP) (casi

el 50%) y la utilización de métricas y de indicadores propios. Los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) más presentes son el 8 (Trabajo decente y crecimiento económico) y el 10 (Reducción de las desigualdades), así como los sectores de la salud y la educación.

La tendencia es que los inversores utilicen los datos de impacto no solo para comunicar, sino también para aprender y gestionar mejor la organización. Especialmente, utilizan los fondos de impacto para establecer objetivos y evaluar el progreso de las organizaciones invertidas. El reto sigue siendo que el impacto esté auditado o revisado por una entidad externa, ya que actualmente más del 50% de los inversores no lleva a cabo ningún tipo de verificación. Por último, casi el 60% de las organizaciones conectan de algún modo los resultados financieros con el impacto conseguido. En este sentido, destaca la práctica de que el *carried interest* (la retribución variable para los gestores del fondo) dependa no solo del retorno financiero del fondo, sino también del impacto generado. Dicha práctica está presente en el 70% de los fondos de capital privado.

F. EL FUTURO: ¿NICHOS DE MERCADO O TRANSFORMACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS?

En el último apartado del estudio, presentamos las barreras –como la falta de estándares en medición del impacto o el peligro del *impact washing*– y las oportunidades que manifiestan los encuestados. La realización de este estudio y la comparación con estudios similares de otros países también nos llevan a hacernos la pregunta sobre si la inversión de impacto está destinada a ser un nicho de mercado o bien pretende transformar el sector financiero de una manera más amplia. Este debate tiene importantes derivadas, especialmente en cuanto a los criterios utilizados para definir qué se entiende por inversión de impacto, que va más allá de la inversión sostenible y responsable, y cómo debe segmentarse el mercado. Uno de los puntos principales del debate es si se puede hacer inversión de impacto a través de la inversión en capital o deuda cotizados, aspecto que analizamos en el último apartado de este informe. Por un lado, es deseable que aumente el volumen de los fondos globales que incluyen criterios de impacto en su estrategia de inversión, pero por otro lado también es importante que el potencial de impacto de este sector no se diluya al incorporar estrategias menos ambiciosas con relación a su impacto social y medioambiental, especialmente en los colectivos más desfavorecidos o en los contextos más desatendidos por la inversión tradicional. Así como en otros países y a escala global se están debatiendo estos temas, también desde SpainNAB se ha iniciado un grupo de trabajo para explorar los distintos enfoques.



Introducción

La inversión de impacto, definida como aquella que intencionalmente busca un impacto social o medioambiental medible, además de un retorno financiero,¹ sigue atrayendo fondos y la atención de todo el mundo, en un contexto en que consumidores, empleados, emprendedores e inversores cada vez más incluyen el impacto en su toma de decisiones. España no es una excepción, de modo que es importante generar conocimiento para entender en qué consiste y hacia dónde se dirige la inversión de impacto en nuestro país. En medio de debates sobre qué se debe considerar inversión de impacto y qué prácticas deberían promoverse, este informe utiliza una metodología similar a la de la última edición para dimensionar y segmentar el sector de la inversión de impacto en España. En línea con el Global Steering Group for Impact Investing (GSG) y con la mayoría del sector a escala global, el informe utiliza el marco del *Impact Management Project* (IMP) para definir y segmentar las distintas estrategias de inversión. Además, este año se ha realizado un esfuerzo de armonización con otros países a escala europea, liderado por la European Venture Philanthropy Association (EVPA), que permitirá tener datos comparables y aprender unos de otros.

Aunque sea un sector diverso y con las fronteras todavía difusas, la inversión de impacto está canalizando miles de millones de euros hacia empresas que tienen unos claros objetivos de impacto social y medioambiental, haciendo especial énfasis en su sostenibilidad financiera y en la medición de su impacto. En este informe, encontramos las diferentes aproximaciones y prácticas utilizadas por los inversores de impacto para alcanzar estos objetivos –desde las fuentes de financiación hasta las características de las empresas objeto de inversión y desde los instrumentos financieros hasta el tipo de medición del impacto.

El objetivo del informe sigue siendo reflejar la pluralidad de la inversión de impacto en España, con el fin de atraer más capital –especialmente para aquellas empresas sociales y sectores de impacto a los cuales todavía les cuesta encontrar la financiación adecuada– y más apoyo de las administraciones públicas, las universidades, los medios de comunicación y demás actores que pueden contribuir al crecimiento de la economía de impacto en nuestro país. Las necesidades sociales son muchas, y una contribución relevante y transparente del sector financiero y empresarial es más importante que nunca.

1. Hehenberger, L.; Casasnovas, G.; Urriolagoitia, L.; Blanco, L.; Ruiz de Munain, J. L. (2019): *Hacia una economía de impacto: Recomendaciones para impulsar la inversión de impacto en España*. SpainNAB.

Metodología

Este informe presenta datos de diversos actores que realizan o gestionan inversión de impacto, obtenidos a través de una encuesta administrada entre enero y marzo de 2022. La encuesta, consensuada con diversas asociaciones internacionales (EVPA y GSG) para poder armonizar los resultados con otros países europeos, preguntaba acerca de los volúmenes y las características del capital gestionado y de las inversiones realizadas en 2021, así como de sus planes para 2022.

OBJETIVOS

El objetivo general del estudio ha sido realizar una fotografía del estado de la oferta de capital para la inversión de impacto en España, que permita observar la evolución del sector a lo largo de los años. De la misma manera que en la última edición, los objetivos específicos han sido cuantificar el sector, segmentar los distintos tipos de inversión de impacto y analizar sus características.

De forma adicional, este año se ha armonizado la encuesta de este estudio con una iniciativa europea liderada por la EVPA, con el fin de que los distintos países puedan contribuir a este estudio europeo con datos agregados sobre el sector en cada país. Ello ha supuesto algunas variaciones en las preguntas con respecto al año anterior, que limitan la posibilidad de hacer determinadas comparaciones.

DEFINICIONES Y CRITERIOS DE INCLUSIÓN

Las definiciones y los criterios de inclusión siguen la línea del estudio del año anterior, que se basaban en otros estudios realizados por organizaciones de referencia internacional, así como de un Comité de Expertos integrado por 15 representantes de diferentes sectores del mercado (v. sección "Agradecimientos").

Inversión de impacto. Se define como aquella inversión que intencionalmente busca un impacto social o medioambiental medible, además de un retorno financiero.² Se han incluido solamente los encuestados que afirmaban que invertían o gestionaban inversiones con la **intención** de generar un impacto social o medioambiental positivo, junto con un **retorno** financiero. La tercera característica, la **medición**, no se ha utilizado para excluir a encuestados, sino como variable de la investigación. También se ha utilizado como variable de segmentación la **adicionalidad**, a partir de los diferentes tipos de contribución del inversor establecidos por el IMP (v. apartado "Clases de impacto del IMP").

Oferta de inversión de impacto. Se define como la oferta de capital a que pueden acceder las empresas con impacto para financiarse y que cumple con los criterios de intencionalidad y retorno. En este sentido, se ha incluido la financiación ofrecida por las entidades bancarias a empresas con impacto, junto con otras actividades

2. Hehenberger, L.; Casasnovas, G.; Urriolagoitia, L.; Blanco, L.; Ruiz de Munain, J. L. (2019): *Hacia una economía de impacto: Recomendaciones para impulsar la inversión de impacto en España*. SpainNAB.

de inversión. Siguiendo esta misma definición, se ha incluido la actividad microfinanciera únicamente cuando los microcréditos iban destinados a empresas sociales; en general, las microfinanzas se han considerado como empresas sociales en que invierten los inversores de impacto. Este año, el estudio se ha centrado en la oferta de capital para empresas no cotizadas (ver "Activos cotizados", abajo). Debido a la naturaleza del estudio, tal como sucede en estudios similares, debe considerarse el tamaño de mercado publicado como el "suelo" (el mínimo) del sector en España, ya que puede haber otros actores que también estén realizando inversión de impacto, pero no hayan reportado su actividad.

Mercado español. Igual que el año anterior, para evitar la duplicidad de datos y para conocer en detalle las estrategias de gestión de las inversiones y del impacto, nos hemos centrado en los actores radicados en España que gestionan inversiones directas en empresas con impacto. Es decir, el criterio de inclusión ha sido que el capital sea gestionado desde España y no que el origen o el destino de la inversión sea nacional. Sin embargo, al haber consensuado las preguntas del estudio con los equipos encargados de realizar estudios similares en otros países europeos, con agregación de datos se podrá conocer también la inversión que se gestiona en esos países y financia empresas en España.

Clases de impacto. El informe se basa en la metodología del IMP para entender y clasificar los diferentes tipos de impacto de las inversiones. Las clases de impacto se definen por la combinación de dos dimensiones: el impacto que las empresas y los proyectos en que se invierte buscan generar, y las estrategias que utilizan los inversores para contribuir a dicho impacto (v. recuadro "Clases de impacto del IMP"). En este estudio, se ha clasificado la actividad de cada encuestado por vehículo de inversión, mediante unas preguntas diseñadas para entender estas dos dimensiones: la dimensión del impacto generado por los proyectos objeto de inversión se ha utilizado como criterio de inclusión (solo se han incluido vehículos que inviertan en la clase C) y la dimensión de la contribución del inversor se ha utilizado como variable de análisis para segmentar el mercado.

Activos cotizados. Los criterios "mínimos" para considerar que la inversión en activos cotizados cumple con las definiciones y los criterios descritos más arriba es objeto de debate, por lo cual se ha tomado la decisión conservadora de no incluirlos en la cifra del tamaño de mercado. Sin embargo, se ha incluido una sección específica con algunos ejemplos de inversiones que podrían considerarse "de impacto" en este ámbito (ver apartado "El debate sobre la inversión de impacto en activos cotizados"). En este apartado, se explican la naturaleza del debate y los pasos que se están dando para llegar a un consenso.

Empresas sociales. Son aquellas organizaciones que buscan contribuir a mejorar determinados retos sociales a través de un modelo de negocio sostenible, independientemente de su forma jurídica.³



3. San Salvador, C.; Casasnovas, G.; Hehenberger, L. (2021): *Necesidades de financiación de las empresas sociales en España*. Esade Center for Social Impact y Open Value Foundation.

CLASES DE IMPACTO DEL IMP

El *Impact Management Project* (IMP) define clases de impacto que combinan dos dimensiones: el impacto que buscan generar las empresas y los proyectos objeto de inversión, y las estrategias que utilizan los inversores para contribuir a dicho impacto.⁴

El **impacto generado por las empresas y por los proyectos en que se invierte** se define según las **clases A, B y C**. En la clase A, los proyectos objeto de inversión "actúan para prevenir efectos negativos" en las personas y/o el planeta. En la clase B, buscan "beneficiar a las personas y/o el planeta", generando efectos positivos generales. En la clase C, "contribuyen a aportar soluciones", abordando retos sociales o medioambientales concretos y generando efectos positivos específicamente para los colectivos o los retos desatendidos

Gráfico 1: Clases de impacto que generan los proyectos objeto de inversión



Fuente: Adaptado del IMP

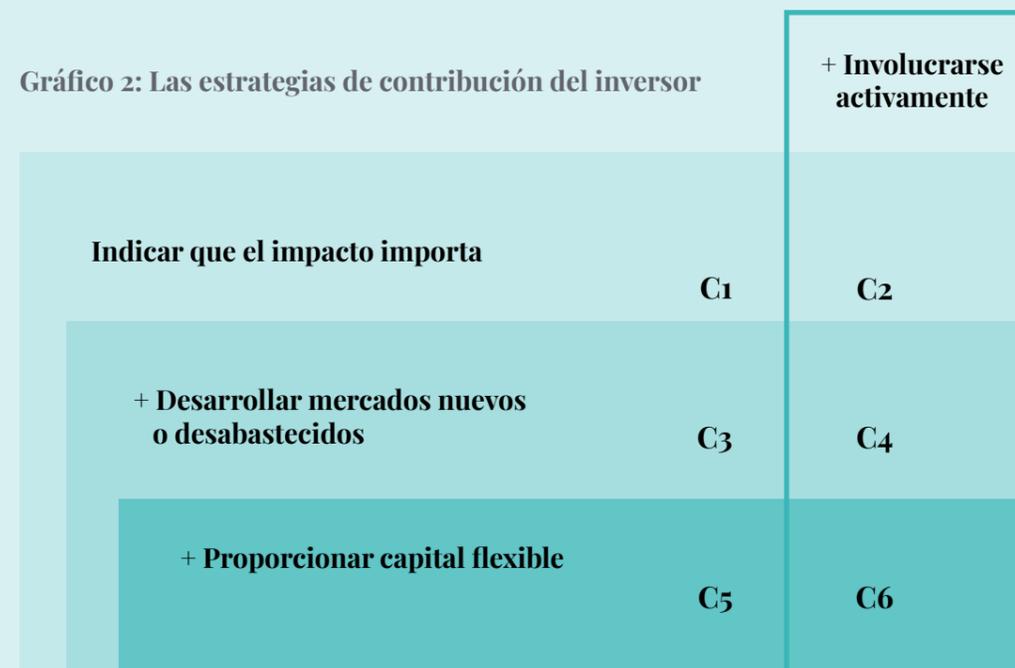
La **contribución del inversor** se clasifica de **1 a 6**, dependiendo de cuáles de las estrategias siguientes adopte para apoyar la generación de impacto:

- **Indicar que el impacto importa.** Decidir no invertir o favorecer determinadas inversiones considerando que, si todos los inversores hicieran lo mismo, provocarían cambios en el valor de los efectos sobre las personas y sobre el planeta en los mercados de capital. Algunas personas conciben este concepto como una "alineación de valores".
- **Involucrarse activamente.** Aprovechar su experiencia y sus redes para mejorar el rendimiento del impacto de las empresas.
- **Desarrollar mercados de capital nuevos o desabastecidos.** Participar en ocasiones nuevas o antes desapercibidas, que ofrezcan una oportunidad financiera y de impacto atractiva. Ello podría implicar una complejidad adicional, iliquidez o la percepción de un riesgo desproporcionado.

4. IMP (2018): *Perspectiva general del Impact Management Project*. Impact Management Project. Disponible en: https://29kjwb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Perspectiva-del-inversor_sp.pdf

- **Proporcionar capital flexible.** Reconocer que determinados tipos de empresas requerirán aceptar un riesgo desproporcionado en relación con el retorno financiero, con el fin de generar ciertas clases de impacto. Por ejemplo, la creación de un nuevo mercado para poblaciones previamente marginadas puede requerir un capital paciente que no logre ofrecer un retorno financiero comercial o de mercado.

Gráfico 2: Las estrategias de contribución del inversor



Fuente: Elaboración propia a partir de las definiciones del IMP

DIFUSIÓN DE LA ENCUESTA

La encuesta se difundió a todos los actores que se sabía o se pensaba que podían estar realizando o gestionando inversiones de impacto, identificados por SpainNAB, por Esade y por el Comité de Expertos o a través de las redes sociales. Nos hemos acercado a propietarios de activos y a intermediarios que gestionan inversiones, incluyendo fondos de capital privado, fondos de microfinanzas, fundaciones, entidades financieras tradicionales y de banca ética, instituciones microfinancieras, *family offices*, *business angels*, plataformas de *crowdfunding*, entidades de cooperación al desarrollo y entidades de financiación pública, entre otras.

RECOGIDA Y LIMPIEZA DE DATOS

La herramienta principal de recogida de datos ha sido una encuesta *online*. A los actores que afirmaban que gestionaban inversiones directas se les pidió que enumeraran los diferentes fondos u otros vehículos de inversión de impacto que gestionaban, y la mayoría de las preguntas se hicieron para poder diferenciar las estrategias de cada vehículo. Se realizaron llamadas de seguimiento a muchos de los encuestados para aclarar posibles inconsistencias, pero en ningún caso se auditaron los datos.

POBLACIÓN

En la tabla siguiente, se indica el número de actores que recibieron y contestaron la encuesta, y que cumplieron los diferentes criterios de inclusión. Un total de 31 actores lo hicieron, mientras que otros 15 respondieron la encuesta, pero no pudieron incluirse porque no gestionaban inversión de impacto, porque su inversión era indirecta, porque no la gestionaban en España o porque la inversión era en activos cotizados.

Tabla 1: Número de actores participantes en el estudio

 Criterio	 Número de actores
Recibieron la encuesta	125*
Contestaron la encuesta	46
+ Con inversión directa desde España	34
+ Realizan o gestionan inversión de impacto (clase C), incluyendo los activos cotizados	33
+ Excluyendo los activos cotizados	31

En la mayor parte de este informe, la unidad de análisis son los vehículos (39) que gestionan estos actores con inversión de clase C (excluyendo los activos cotizados), puesto que la mayoría de las preguntas de la encuesta se hicieron sobre cada vehículo gestionado. En los casos en que un vehículo combinaba más de una estrategia o característica, los encuestados respondían con la opción mayoritaria para dicho vehículo, de modo que los datos ofrecidos son la aproximación más fiel posible de la realidad de estas inversiones.



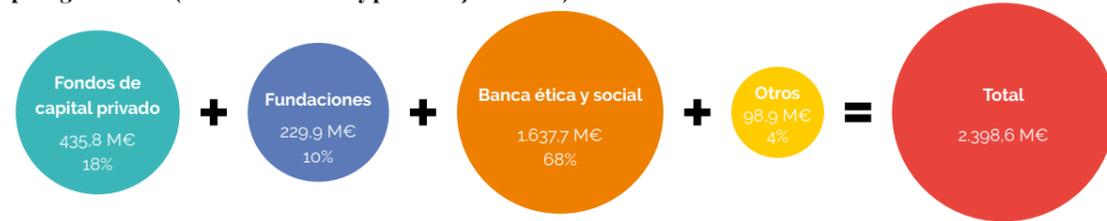
Tamaño del mercado

LA INVERSIÓN DE IMPACTO SE CONSOLIDA EN ESPAÑA

Gráfico 3: Tipos de vehículos y volumen de capital gestionado en 2021

n = 39 vehículos

Capital gestionado (millones de euros y porcentaje del total)



Vehículos de inversión (número y porcentaje de vehículos)



De acuerdo con los criterios metodológicos del estudio, se identificaron seis categorías de actores que gestionan capital para la inversión de impacto en España, que sumaban un total de 2.398,6 millones de euros de activos bajo gestión al cierre de 2021.

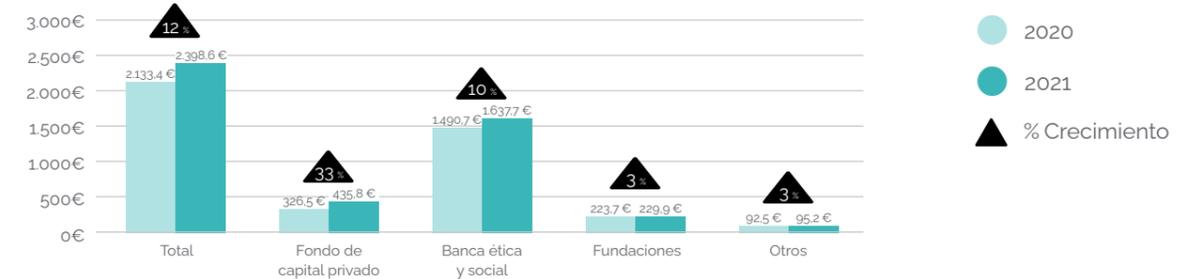
- Los 15 **fondos de capital privado** de impacto identificados gestionan 435,8 millones de euros, un 18% del total del sector. Esta categoría incluye fondos de gestoras especializadas en inversión de impacto, fondos de impacto de gestoras tradicionales y fondos corporativos de impacto. Estos fondos de impacto han liderado la creación de una infraestructura de mercado para la inversión de impacto en los últimos años, y han sido pioneros en impulsar y consolidar iniciativas empresariales en la economía de impacto.
- La **banca ética y social** incluye nueve vehículos de banca ética, cajas laborales y otras entidades bancarias que ofrecen financiación de impacto. Son los actores que llevan más años operando en el mercado español y sus carteras de préstamos a empresas sociales ascienden a 1.637,7 millones de euros, el 68% del total del sector.
- Las **fundaciones** pueden hacer inversión de impacto utilizando sus reservas fundacionales como estrategia de inversión alineada con su misión o, en algunos casos, utilizando sus presupuestos operativos como estrategia para generar el impacto de un modo económicamente sostenible. Se han identificado nueve vehículos de fundaciones, que gestionan 229,9 millones de euros, el 10% del mercado.

TAMAÑO DEL MERCADO

- Las **aseguradoras y los fondos de pensiones**, los **fondos de financiación pública**, los **fondos corporativos** y las plataformas de **crowdfunding** (financiación participativa) son minoritarios, tanto en número de vehículos como en capital gestionado. Representan 95,2 millones de euros, el 4% del total. Por este motivo, en el presente informe no incluimos el desglose de estas categorías, aunque seguiremos su evolución en el tiempo y valoraremos su desglose en futuros estudios.

Gráfico 4: Crecimiento del capital gestionado de 2020 a 2021

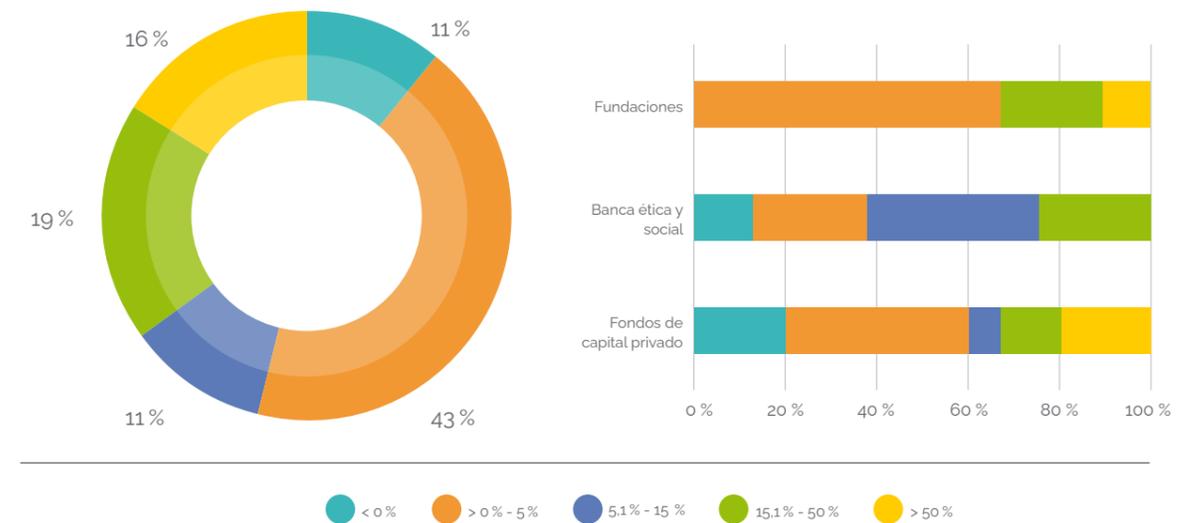
n = 39 vehículos (millones de euros)



- Destaca especialmente el crecimiento de los fondos de capital privado, que han aumentado los activos bajo gestión en un 33%, gracias a la aparición de nuevas gestoras y de nuevos fondos de las gestoras existentes. Estas cifras demuestran que el sector se encuentra en una etapa de crecimiento notable, habiendo multiplicado prácticamente por cinco su tamaño en los últimos años (92 millones de euros en 2018, 229 millones de euros en 2019, 327 millones de euros en 2020 y 444 millones de euros en 2021)*.
- El conjunto del capital para la inversión de impacto gestionado por los participantes del estudio de este año creció un 12% con respecto a las cifras del 2020. Este aumento ha sido de un 10% en banca ética y social y de un 3% en fundaciones.

Gráfico 5: Expectativa de crecimiento del capital gestionado en 2022

n = 37 vehículos (porcentaje de vehículos)



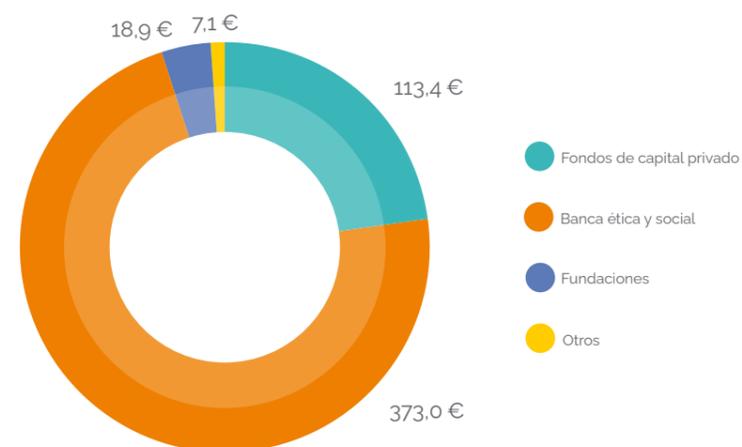
*Números ajustados a universo de fondos comparable.

TAMAÑO DEL MERCADO

- **El sector espera seguir creciendo a un ritmo significativo en 2022.** El 43% de los vehículos prevén un crecimiento entre el 0% y el 5%, mientras que el 46% esperan crecimientos superiores. Destacan los fondos de capital privado, una quinta parte de los cuales confían en aumentar el capital gestionado en más del 50%.

Gráfico 6: Nuevas inversiones en 2021 (total= 512,3 M€)

n = 31 vehículos (millones de euros)



- **Los actores del estudio han reportado 512,3 millones de euros en nuevas inversiones** en 2021. La mayor parte provienen de los préstamos de entidades de banca ética y social, pero también hay inversiones significativas de los fondos de capital privado de impacto.



Segmentación del mercado

DISTINTAS MANERAS DE CONTRIBUIR COMO INVERSOR

Como ya hemos explicado en el apartado sobre metodología, para segmentar el mercado hemos utilizado las clases de impacto del *Impact Management Project* (IMP).⁵ Estas categorías (C1-C6) tienen las características siguientes:⁶

Tabla 2: Estrategias de contribución del inversor

Clase de impacto	☆☆☆ Características
C1	Indica que el impacto importa
C2	Indica que el impacto importa + Se involucra activamente
C3	Indica que el impacto importa + Desarrolla mercados desabastecidos
C4	Indica que el impacto importa + Se involucra activamente + Desarrolla mercados nuevos o desabastecidos
C5	Indica que el impacto importa + Desarrolla mercados nuevos o desabastecidos + Proporciona capital flexible
C6	Indica que el impacto importa + Se involucra activamente + Desarrolla mercados nuevos o desabastecidos + Proporciona capital flexible

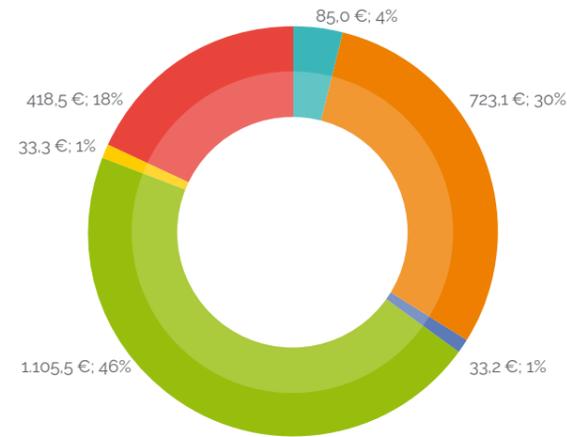


5. Vid. <https://impactmanagementproject.com>

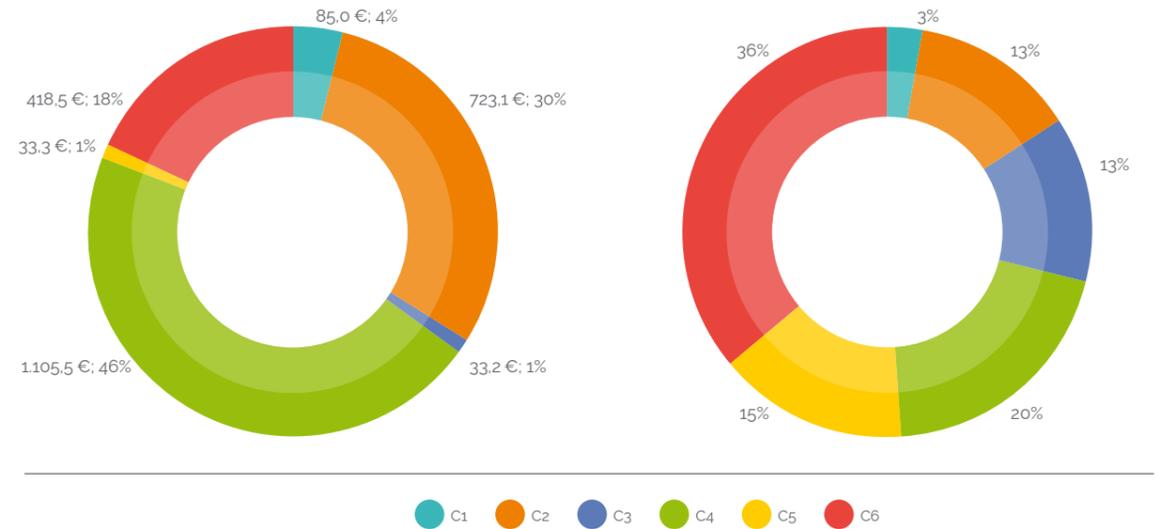
6. Detalle el apartado 'Metodología'

Gráfico 7: Segmentación del mercado por clase de impacto
n=39 vehículos

Capital gestionado por clase de impacto (total)
(millones de euros y porcentaje de mercado total)



Vehículos por clase de impacto
(porcentaje de vehículos)

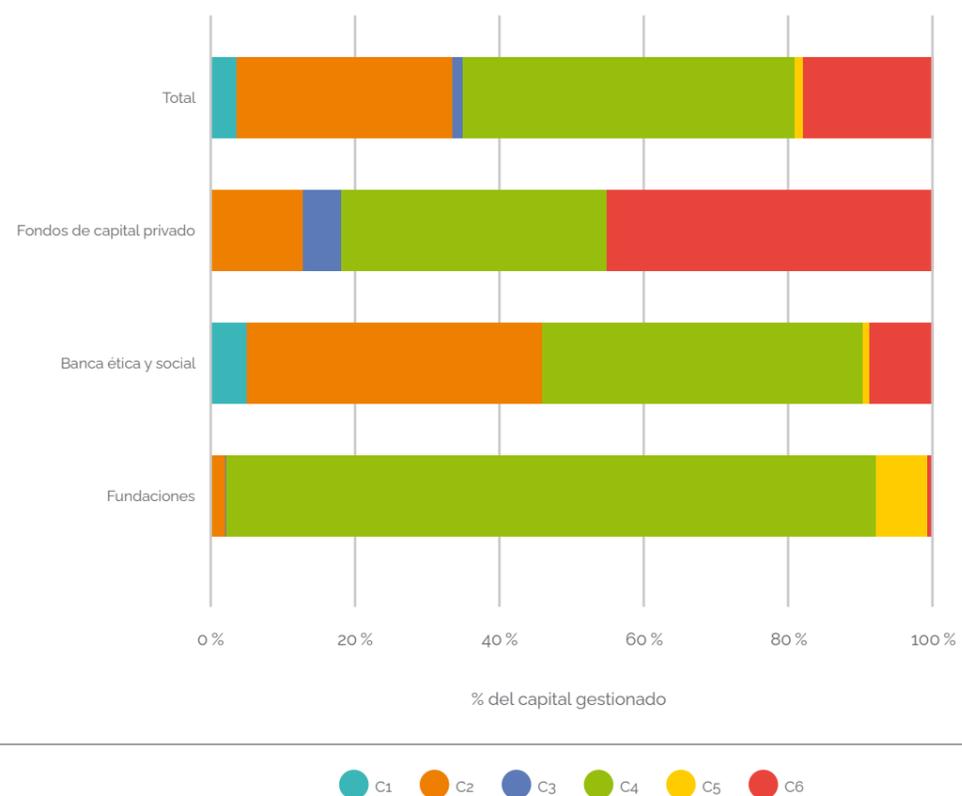


- La mayor parte del **capital gestionado** corresponde a la categoría C4, lo cual supone un cambio con respecto a la edición anterior, en que C2 era el segmento en que se reportaba un mayor volumen. Este cambio se debe principalmente a la reclasificación de una parte de las carteras de la banca ética y social. El año anterior, los criterios de las clases del IMP eran poco conocidos dentro de la banca ética y la inmensa mayoría de su volumen se clasificó en C2, desde una visión conservadora. Este año, algunas entidades han reclasificado sus carteras o parte de ellas tras estudiarlas con mayor detalle en relación con los criterios del IMP.
- En cuanto al **número de vehículos**, de nuevo destacan las categorías C4 y C6, en las cuales se incluyen la mayoría de los fondos del capital privado y de las fundaciones. Esta inversión suele ir dirigida a empresas sociales a las cuales no resultaría sencillo obtener financiación alternativa (es decir, los inversores están desarrollando mercados desabastecidos). Cuando esta financiación es a precios de mercado, se incluye en la categoría C4 (el 20% de vehículos) y, cuando el retorno esperado (ajustado al riesgo) es inferior, se identifica como C6 (el 36% de vehículos).

SEGMENTACIÓN DEL MERCADO

Gráfico 8: Capital gestionado por clase de impacto y por tipo de vehículo en 2021

n = 39 vehículos (porcentaje de capital gestionado)



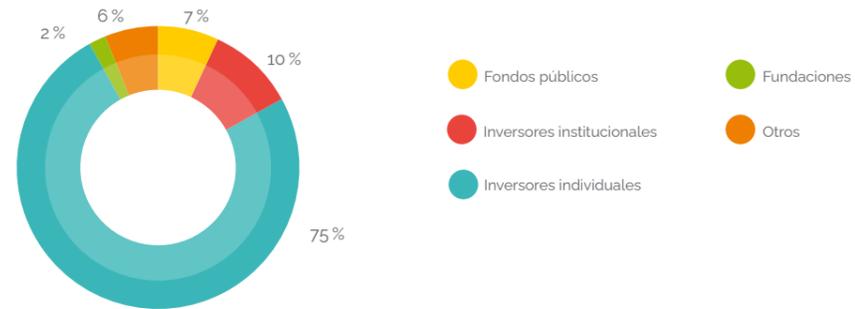
- En el detalle sobre la segmentación por tipo de actor, podemos ver que los fondos de capital privado se implican activamente en las inversiones y suelen desarrollar mercados desabastecidos, y también que el 55 % de estos activos se gestionan buscando tasas de retorno financiero iguales o superiores a la tasa de mercado ajustada para el riesgo.
- La mayor parte de los activos gestionados por las fundaciones (90%) se incluyen en la categoría C4, lo cual indica que se implican activamente y atienden mercados desabastecidos, pero que esperan un retorno en línea con el mercado para poder reinvertirlo en sus misiones fundacionales.
- A pesar de que la categoría C1 es relativamente pequeña (4% del total), cabe destacar que en ella la contribución de los inversores se limita a "indicar que el impacto importa", de modo que es difícil justificar la adicionalidad de los inversores en estos casos. Sin embargo, en línea con el propio marco del IMP, y a la espera de que estos temas sigan debatiéndose en el sector, hemos considerado todos los vehículos clasificados en la categoría C como inversión de impacto.



Características principales

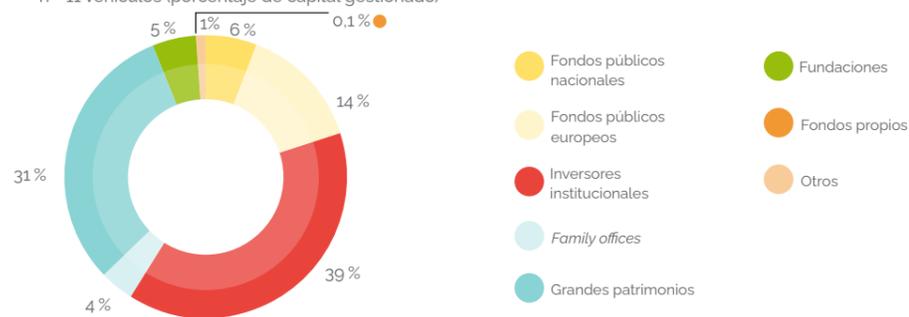
LOS FONDOS EUROPEOS, INSTITUCIONALES Y GRANDES PATRIMONIOS, PRINCIPALES INVERSORES EN LOS FONDOS DE CAPITAL PRIVADO DE IMPACTO

Gráfico 9: Fuentes de capital (total en 2021)
n = 29 vehículos (porcentaje del total capital gestionado)



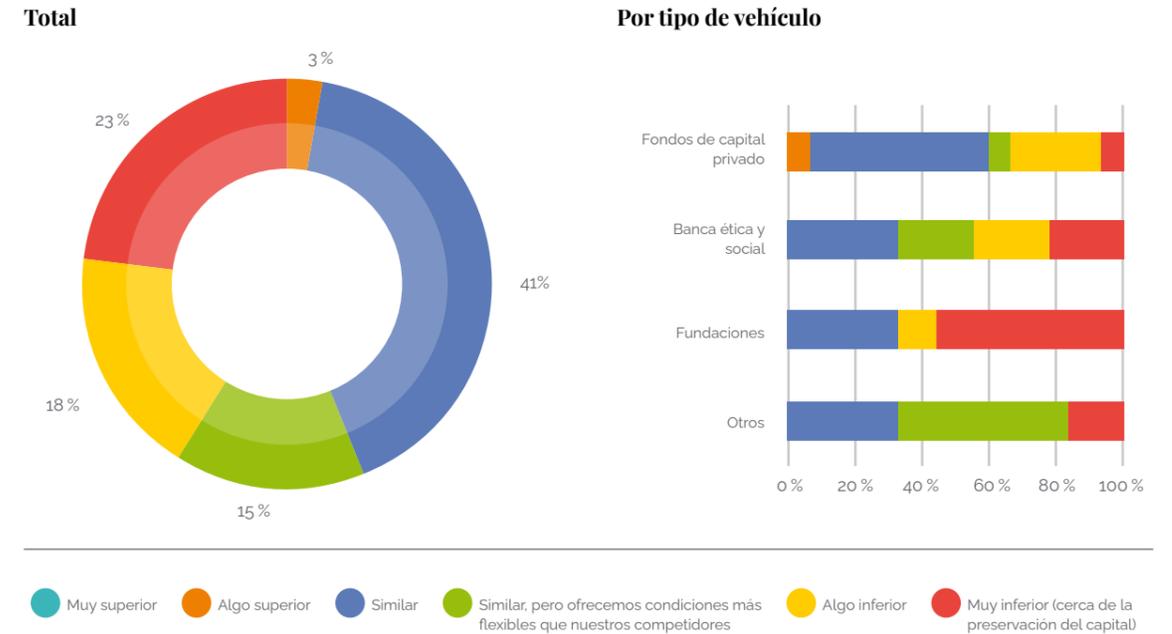
- La mayor parte de la oferta de capital para la inversión de impacto proviene de **inversores individuales**, ya que los depósitos de clientes constituyen la fuente principal de financiación para la banca ética y social, que, como hemos visto, es el actor con mayor volumen de capital gestionado.
- Destaca también el peso de los **inversores institucionales** (10%) y, en menor medida, de los fondos públicos estatales y europeos (7%), que pueden ayudar a movilizar capital privado ejerciendo de ancla y dando garantías para minimizar el riesgo y que, en algún caso, actúan como catalizadores, es decir, generan un efecto multiplicador del capital privado. Dentro de "Otros", destacan los fondos propios de la banca ética y social, que representa prácticamente la totalidad de esta categoría.

Gráfico 10: Fuentes de capital de los fondos de capital privado en 2021
n = 11 vehículos (porcentaje de capital gestionado)



- El detalle de las fuentes de capital es especialmente relevante en el caso de los fondos de capital privado, que tienen un **abanico de inversores muy diverso**. Como ya se reportaba el año anterior, los inversores institucionales son los principales financiadores (39%), pues están acostumbrados a invertir en fondos de *venture capital* o *private equity* y, en los últimos años, han identificado la inversión de impacto como un activo especialmente interesante, por la combinación de retorno financiero y social. También juegan un papel muy importante los grandes patrimonios (31%) y los fondos públicos nacionales y europeos, que juntos suman el 20% y que pueden jugar un papel importante actuando como palanca para atraer a otros inversores.

Gráfico 11: Expectativa de retorno financiero, comparada con la tasa de retorno "de mercado" ajustada al riesgo en 2021
n = 39 vehículos (porcentaje de vehículos)



- El 56% de los vehículos esperan obtener un **retorno financiero** similar al de inversiones comparables que no fuesen "de impacto", aunque el 15% ofrecen condiciones más flexibles. El 41% de los vehículos objeto de este estudio esperan retornos inferiores (el 18% algo inferiores y el 23% muy inferiores, próximos a la preservación del capital). Solo el 3% esperan retornos algo superiores al retorno "de mercado".
- En general, las fundaciones esperan retornos inferiores, mientras que en los fondos de capital privado se observa bastante diversidad y la banca ética ofrece retornos similares al mercado.

Tabla 3: Retorno financiero esperado por tipo de vehículo en 2021**
n = 20 vehículos

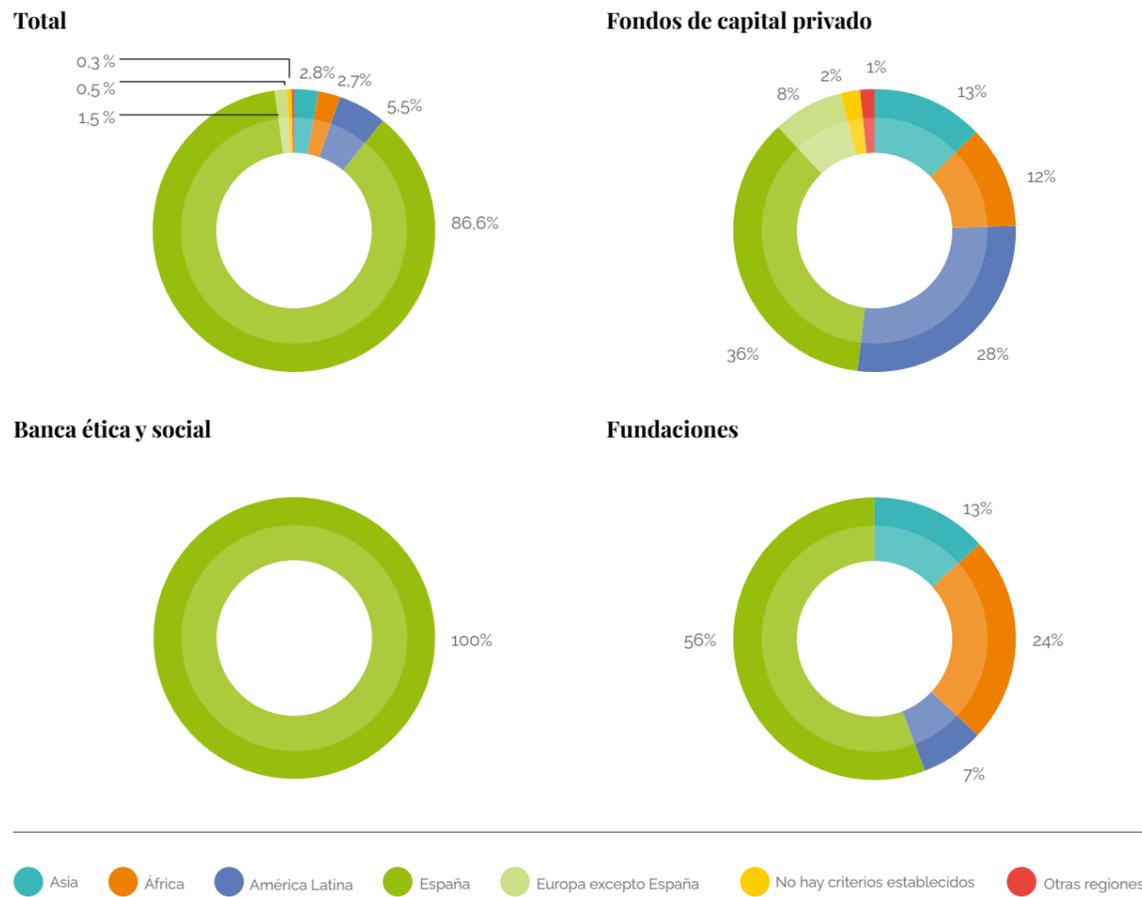
Tipo de vehículo	Mínimo	Máximo	Promedio
Total	0,0 %	15,0 %	5,9 %
Fondos de capital riesgo	5,0 %	15,0 %	10,1 %
Banca ética y social	2,8 %	4,0 %	3,3 %
Fundaciones	0,0 %	10,0 %	5,0 %

* En el caso de los fondos de capital privado, el retorno esperado se refiere al porcentaje de retorno que reciben los inversores, neto de honorarios. En el caso de la banca ética y social y de las fundaciones, se refiere al retorno que reciben dichas entidades.

- El **retorno esperado varía mucho en función del tipo de vehículo**, pero el promedio de los fondos de capital privado es superior al de la banca ética y al de las fundaciones. Con respecto a la banca ética y social, la diferencia se debe principalmente al tipo de instrumento utilizado (el capital tiene más riesgo que la deuda). Con respecto a las fundaciones, la diferencia suele venir por el tipo de capital ofrecido (más flexible y paciente en el caso de las fundaciones).

NVIRTIENDO EN DISTINTOS TIPOS DE ORGANIZACIONES

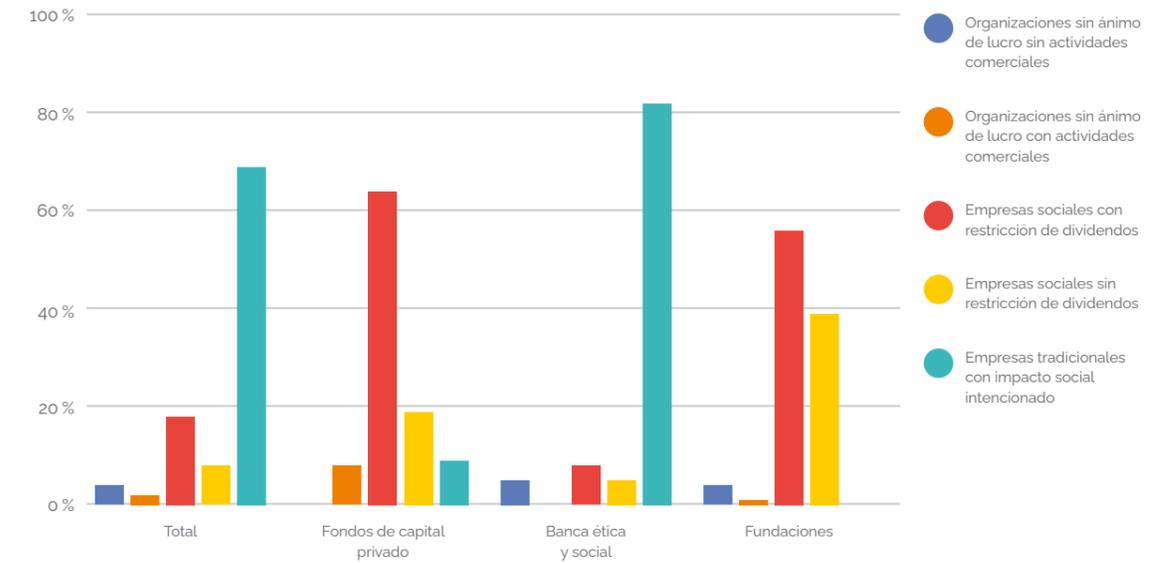
Gráfico 12: Capital invertido por regiones
n = 35 vehículos (porcentaje de capital invertido)



- Aunque este estudio se centra en el capital gestionado desde España, la inversión se puede hacer en organizaciones dentro y fuera del territorio nacional. Dicho esto, la mayoría del capital está invertido en España (87%).
- Los fondos de capital privado invierten en gran medida en España (el 36% del capital), pero también en otras regiones como América Latina (28%), África (12%) y Asia (13%). Normalmente, existen fondos cuyo foco es el territorio español y otros que se centran en países en vías de desarrollo.

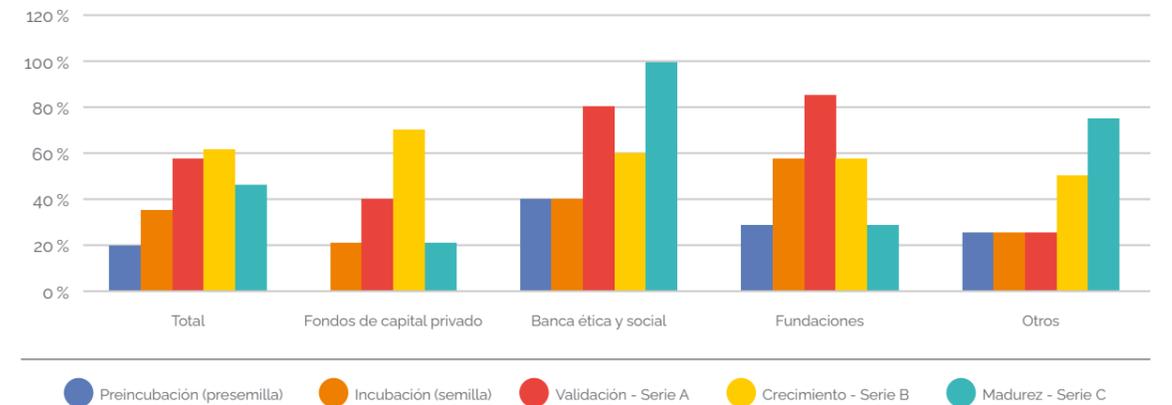
- Las entidades de banca ética y social financian exclusivamente organizaciones en España.
- Las fundaciones invierten más de la mitad del capital en España (56%), pero también lo hacen en otras regiones como África (24%), Asia (13%) y América Latina (7%).

Gráfico 13: Tipos de organizaciones en que se invierte en 2021
n = 29 vehículos (porcentaje de capital invertido)



- La inversión de impacto financia principalmente organizaciones que tienen la intención de ser económicamente sostenibles. La mayoría de los vehículos se dirigen a varios tipos de empresas, aunque se observan claras preferencias en función del tipo de vehículos. La banca ética y social define las organizaciones financiadas como empresas tradicionales con impacto social intencionado, mientras que el capital privado y las fundaciones destinan el capital invertido mayoritariamente a empresas sociales con o sin restricción de dividendos.

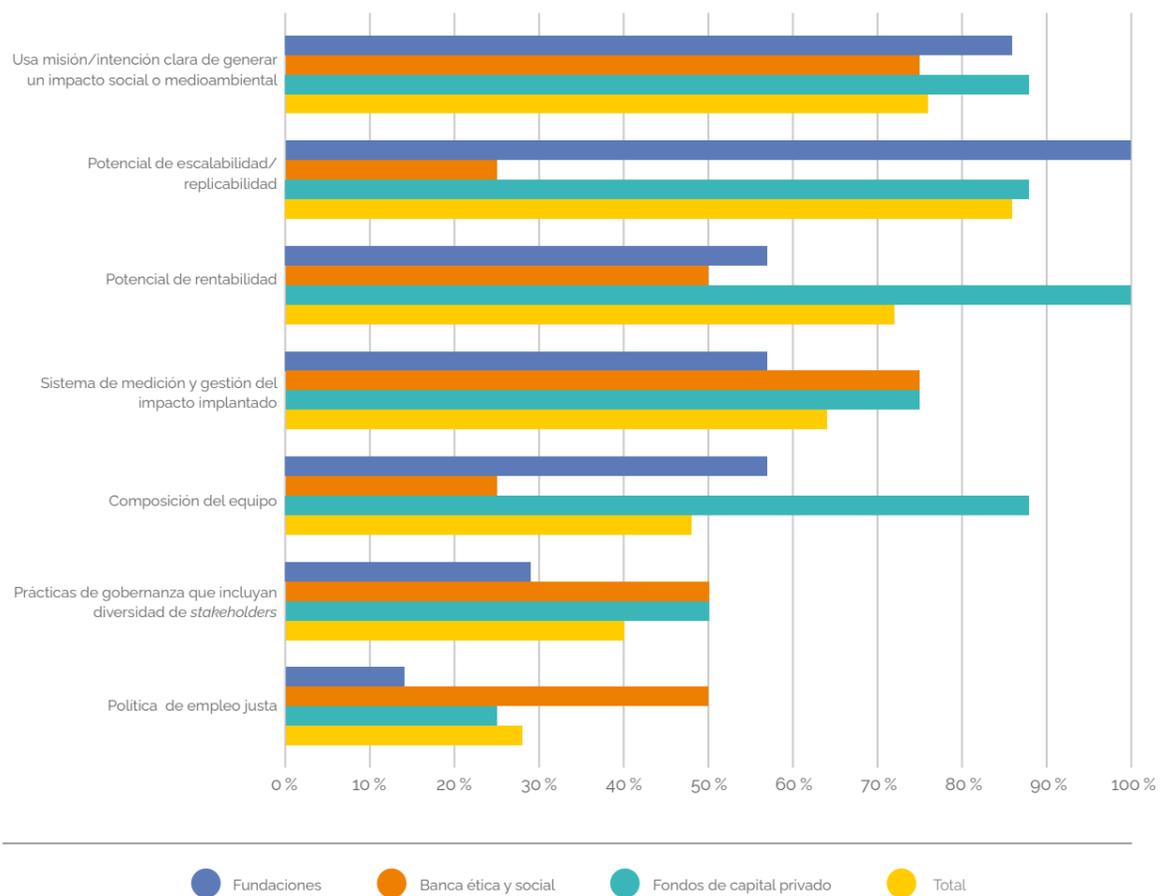
Gráfico 14: Etapa de inversión en 2021
n = 27 vehículos (porcentaje de vehículos)



- La inversión de impacto se destina a **todas las etapas de desarrollo** de las empresas sociales, pero, al igual que el año anterior, hay más vehículos con capital disponible para las etapas de validación y crecimiento que para las etapas de preincubación e incubación (en la anterior edición, el estudio no distinguía entre estas dos). Al igual que el año anterior, los fondos de capital privado se centran en las etapas de crecimiento (cuando el modelo de negocio ya está demostrado y se puede empezar a escalar). Las fundaciones tienden a financiar las etapas iniciales de preincubación, incubación y validación, en que el riesgo es mayor y, a menudo, el capital ha de ser más paciente, aunque también financian organizaciones en fase de crecimiento.

Gráfico 15: Criterios utilizados en 2021 para la selección de empresas en las que invertir

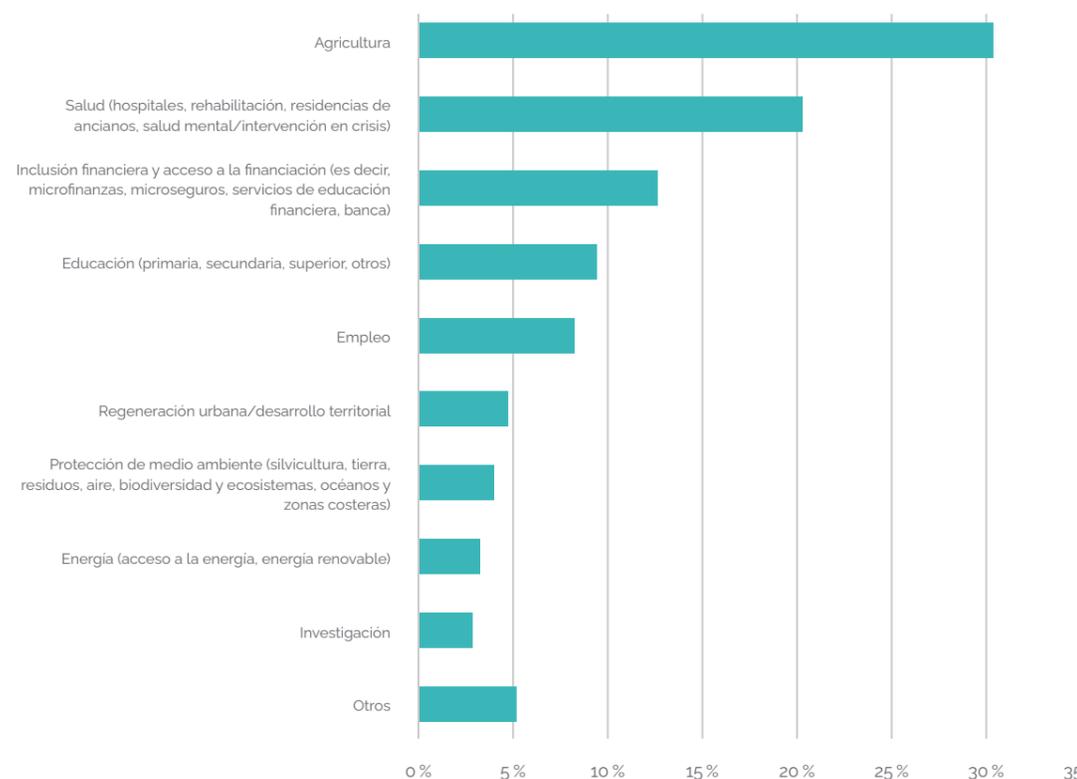
n = 25 actores (porcentaje de actores)



- Los criterios para seleccionar organizaciones objeto de la inversión varían dependiendo del tipo de actor, aunque todos coinciden en que la misión/intención clara de generar un impacto social o medioambiental es uno de los criterios más importantes.
- Los fondos de capital privado priorizan además la rentabilidad (100%), la escalabilidad/replicabilidad (88%) y la composición del equipo (88%). La banca ética y social prioriza la existencia de un sistema de medición y gestión de impacto (75%), y para las fundaciones lo más importante es la escalabilidad/replicabilidad (100%).

Gráfico 16: Capital invertido por sector en 2021

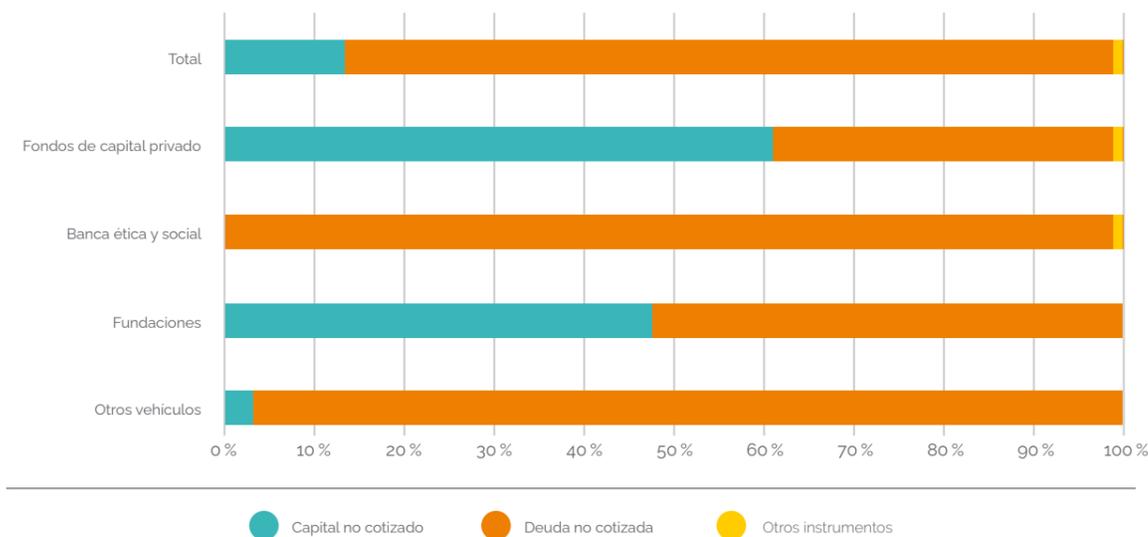
n = 23 vehículos (porcentaje de capital invertido)



La inversión de capital de impacto cubre un gran abanico de sectores, aunque se concentra más en los sectores de la agricultura (30,5%) y de la salud (20,2%). Sin embargo, en este caso, el número de vehículos representados es muy pequeño y puede no ser representativo.

Gráfico 17: Instrumentos financieros en 2021

n = 31 vehículos (porcentaje de vehículos)

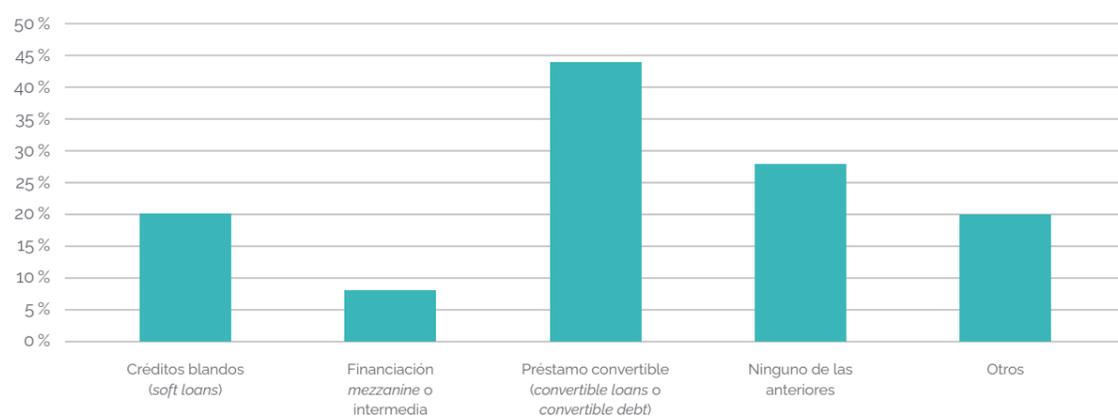


CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

- Más del 85% de la inversión de impacto se realiza en forma de **préstamos** (deuda no cotizada), mientras que el 13 % restante se invierte en **capital no cotizado**.
- Como es lógico, el capital gestionado en total por la banca ética y social se canaliza a través de deuda, mientras que los fondos de capital privado invierten algo más de la mitad de sus activos en capital no cotizado.
- Ello no quiere decir que no pueda haber fondos de inversión de impacto que inviertan en activos cotizados, tema que se aborda en el apartado "Barreras, oportunidades y debates para la expansión del sector", pero de momento se ha decidido analizarlo por separado, hasta disponer de unos criterios mejor definidos sobre qué inversiones en activos cotizados entran dentro de los parámetros de este estudio.

Gráfico 18: Instrumentos híbridos utilizados en 2021

n = 25 actores (porcentaje de actores)



Aunque aún representa una proporción pequeña sobre el capital invertido, algunos actores utilizan otros instrumentos híbridos, siendo el más común de ellos los préstamos convertibles (44%).

Tabla 4: Tamaño medio de las inversiones por tipo de actor en 2021

n=30 vehículos

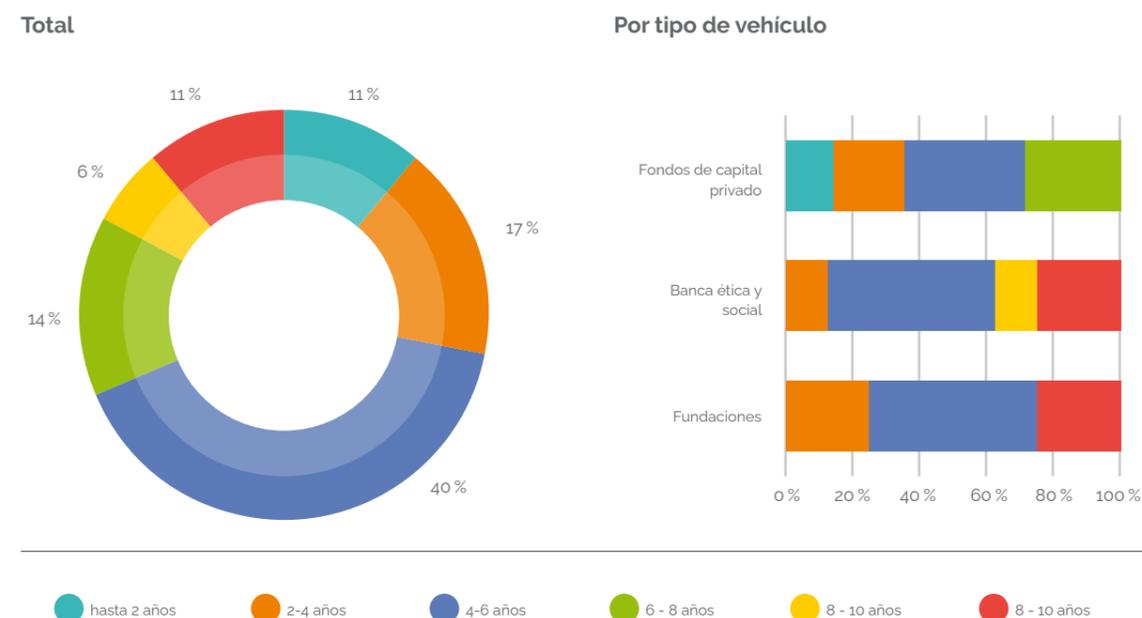
Tipo de actor	Tamaño medio
Fondos de capital privado	2.481.304€
Banca ética y social	84.868€
Fundaciones	395.286€

- El **tamaño medio de las inversiones** (incluyendo los préstamos en el caso de la banca ética y social) es de 1 millón de euros. Esta cifra es claramente inferior en el caso de las fundaciones y de la banca ética y social, pero superior en el caso de los fondos de capital privado.

CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

Gráfico 19: Plazo de las inversiones en 2021

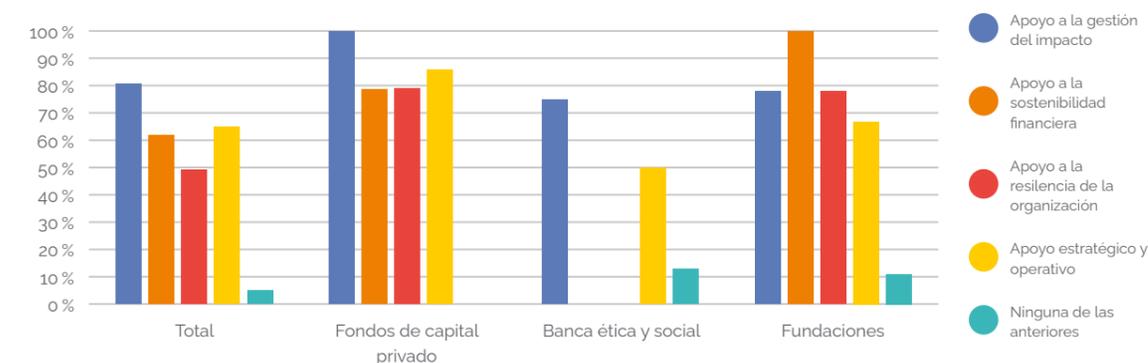
n = 35 vehículos (porcentaje de vehículos)



- El **plazo de las inversiones** es muy variable. El 40% son de cuatro a seis años, pero el 17% tienen un plazo de dos a cuatro años y el 31 % son a más de seis años vista. Los fondos de capital privado tienden a invertir en plazos más cortos que la banca ética o las fundaciones.

Gráfico 20: Aportaciones no financieras en 2021

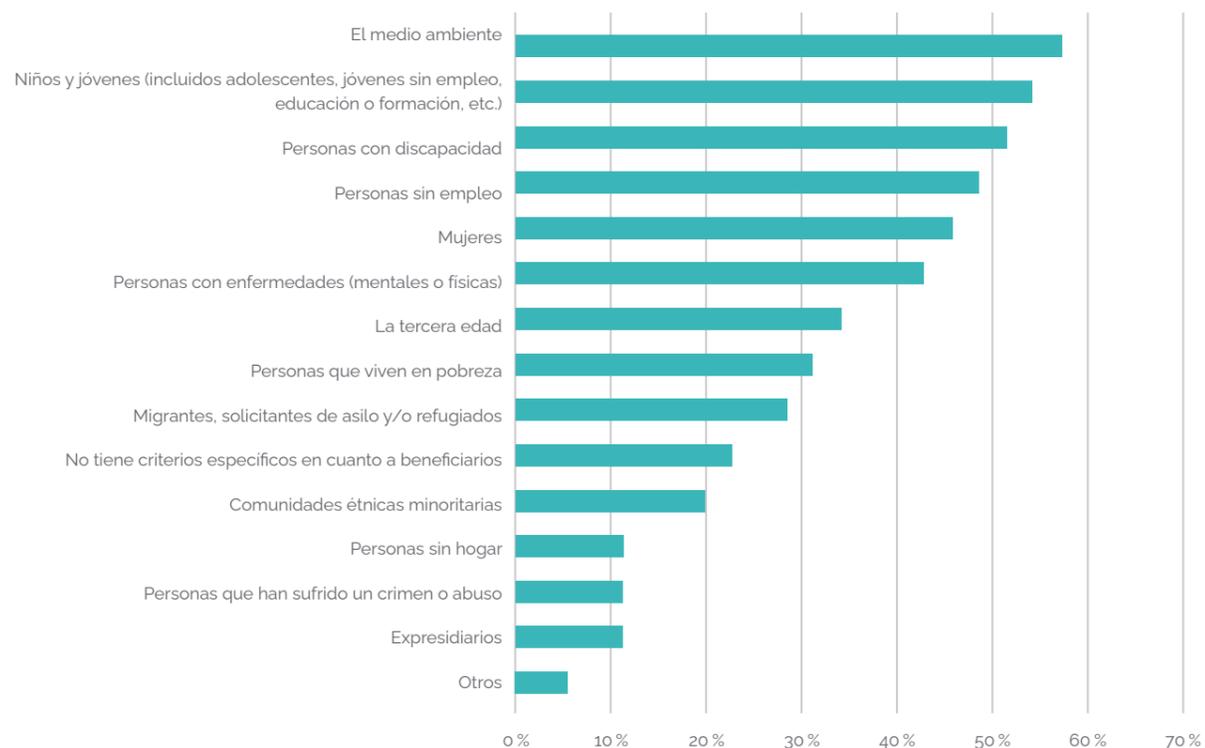
n = 39 vehículos (porcentaje de vehículos)



- Otra forma a través de la cual muchos inversores de impacto aportan valor a las organizaciones en que invierten son las aportaciones no financieras. Mas del 90% de los vehículos han reportado que apoyan las organizaciones en que invierten con algo más que su aportación de capital.
- En el detalle por tipo de actor, como ya se observaba el año anterior, se ve que los fondos de capital privado y las fundaciones son los que hacen aportaciones no financieras en mayor medida, tanto para mejorar la capacidad organizativa de las empresas en que invierten como para apoyar su sostenibilidad económica y la gestión de su impacto.

Gráfico 21: Beneficiarios últimos del capital invertido en 2021

n = 35 vehículos (porcentaje de vehículos)

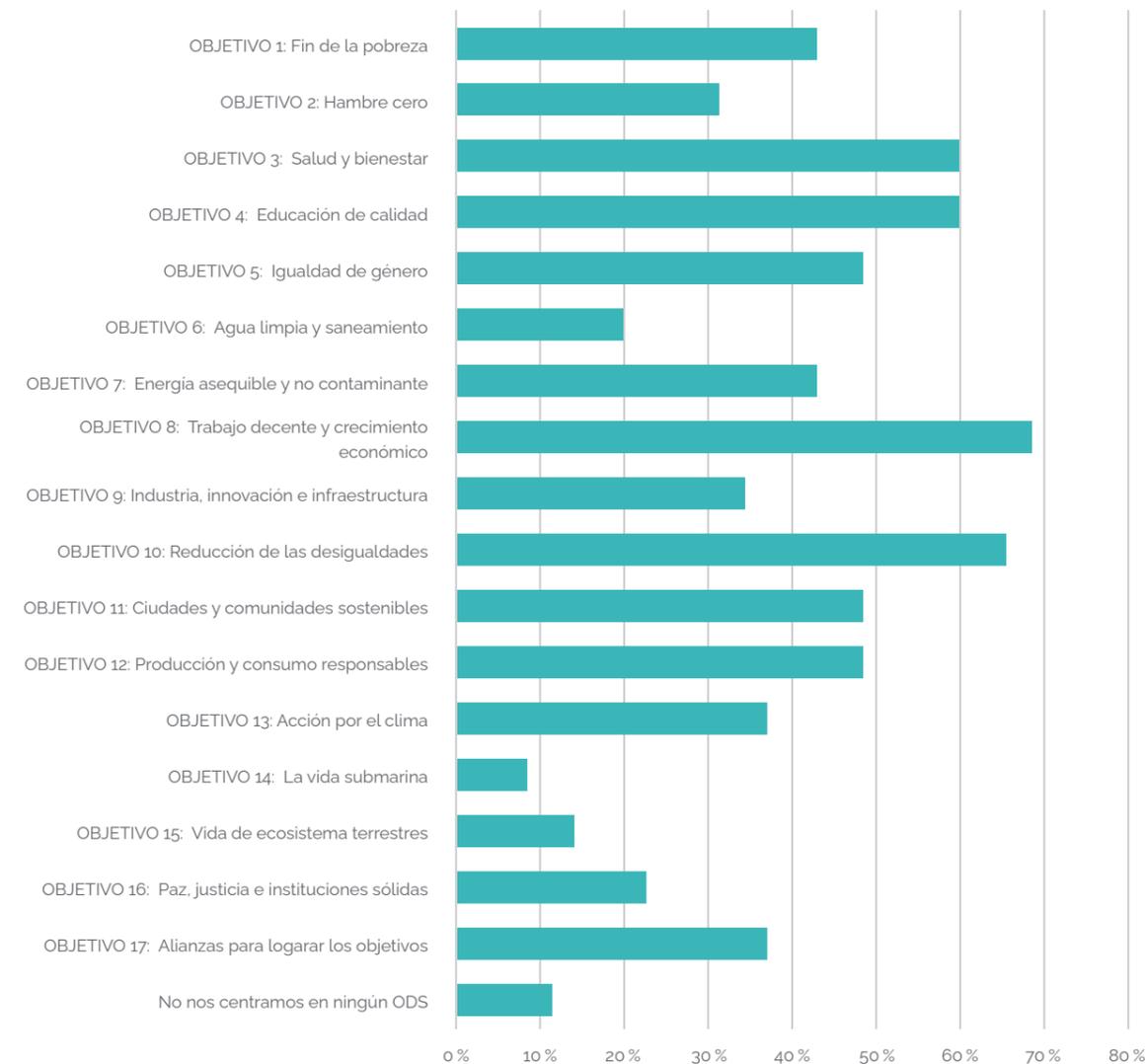


- Existe una gran diversidad entre los **beneficiarios** de la inversión de impacto, ya que la mayoría de los vehículos se dirigen a varios colectivos. Mas del 55% de los vehículos tienen el medio ambiente entre sus principales beneficiarios, seguido de niños y jóvenes (54%), personas con discapacidad (51%) y personas en desempleo (49%). Los retos específicos de las mujeres son también el objetivo de más del 40 % de los vehículos.



Gráfico 22: Objetivos de Desarrollo Sostenible abordados por los inversores

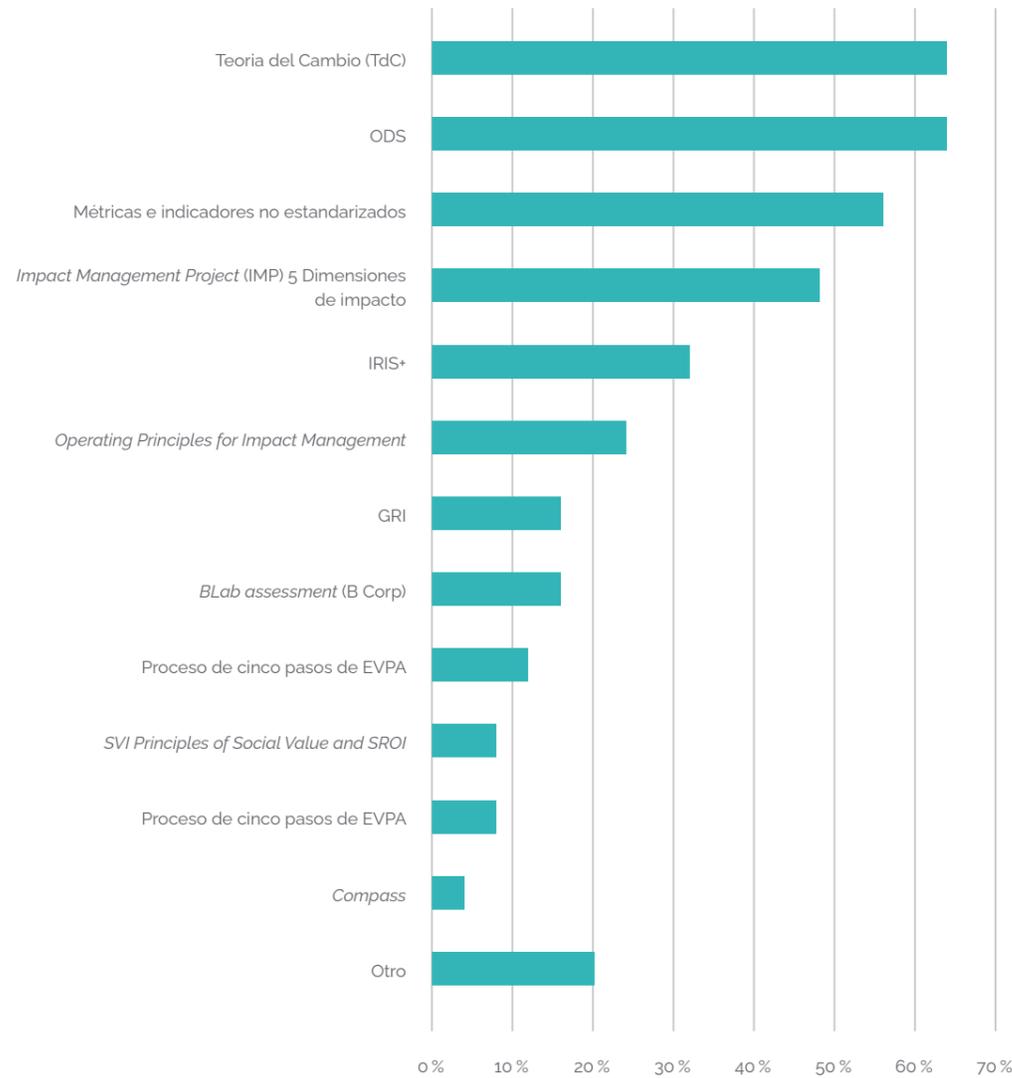
n = 35 vehículos (porcentaje de vehículos)



- En cuanto a los **Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)**, todos son la meta de algún inversor de impacto. Los más comunes son el ODS 8 (Trabajo decente y crecimiento económico) y el ODS 10 (Reducción de las desigualdades), así como los ODS 3 y 4 (Salud y bienestar y Educación de calidad).

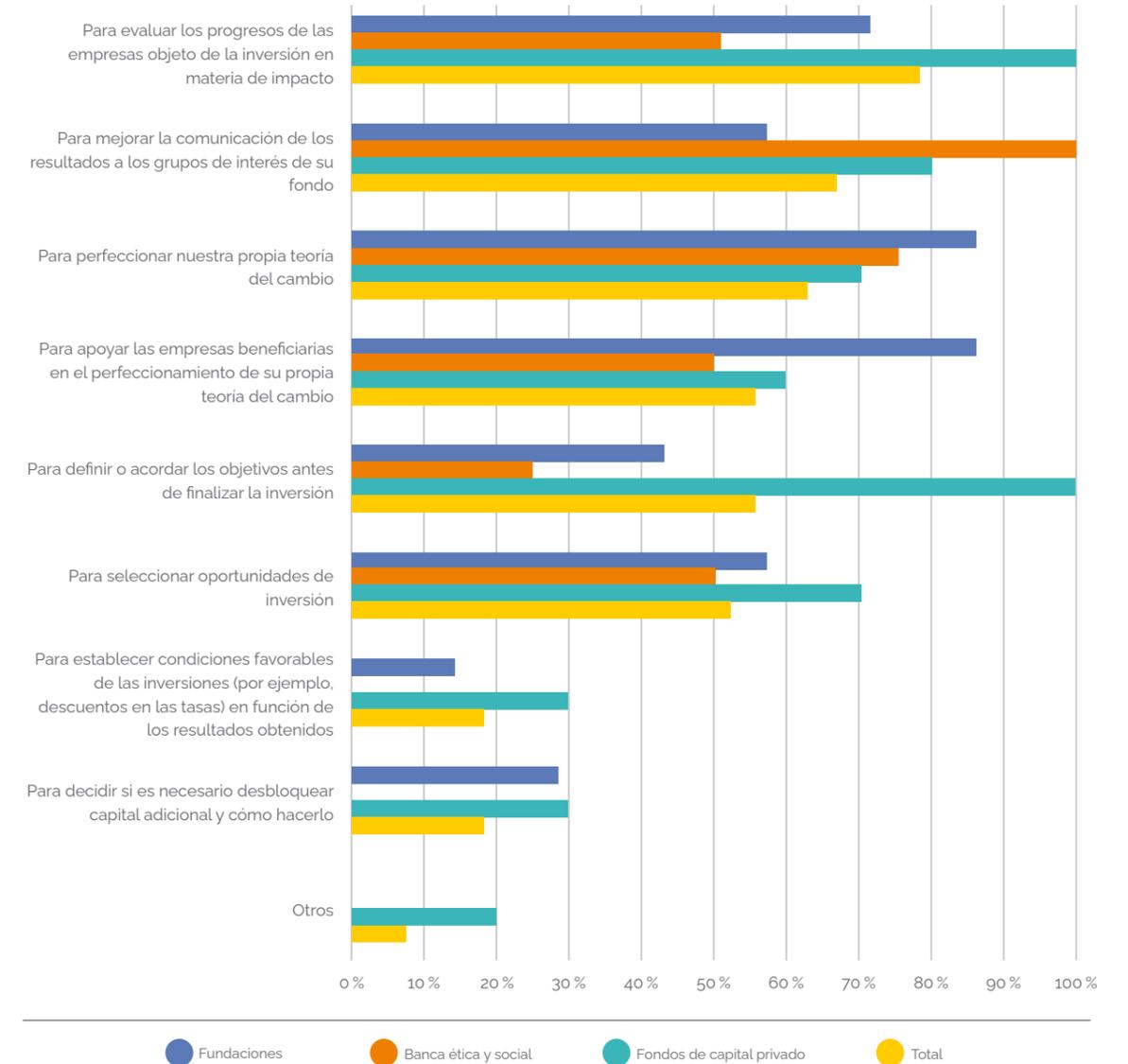


Gráfico 23: Herramientas utilizadas para la medición del impacto en 2021
n = 25 actores (porcentaje de actores)



- Entre los actores que utilizan herramientas de medición estandarizadas, las más comunes son la teoría del cambio y los ODS (64%), el *Impact Management Project* (IMP) (48%) e IRIS+ (32%). También es muy frecuente utilizar métricas e indicadores no estandarizados (56%).
- Es importante destacar que muchas de estas herramientas son complementarias y se utilizan en distintas fases del proceso de inversión. Algunas son para estandarizar el proceso; otras, para estandarizar los indicadores; otras, para estandarizar la gestión de la cartera, y otras son principios de actuación.
- Con relación a la medición del impacto, el 72% de los actores afirman que están trabajando para medir los *outcomes* (cambios relevantes generados en los beneficiarios), más allá de los *outputs* (productos tangibles de las actividades de las organizaciones).

Gráfico 24: Uso del sistema de medición en 2021
n = 27 (porcentaje de actores)

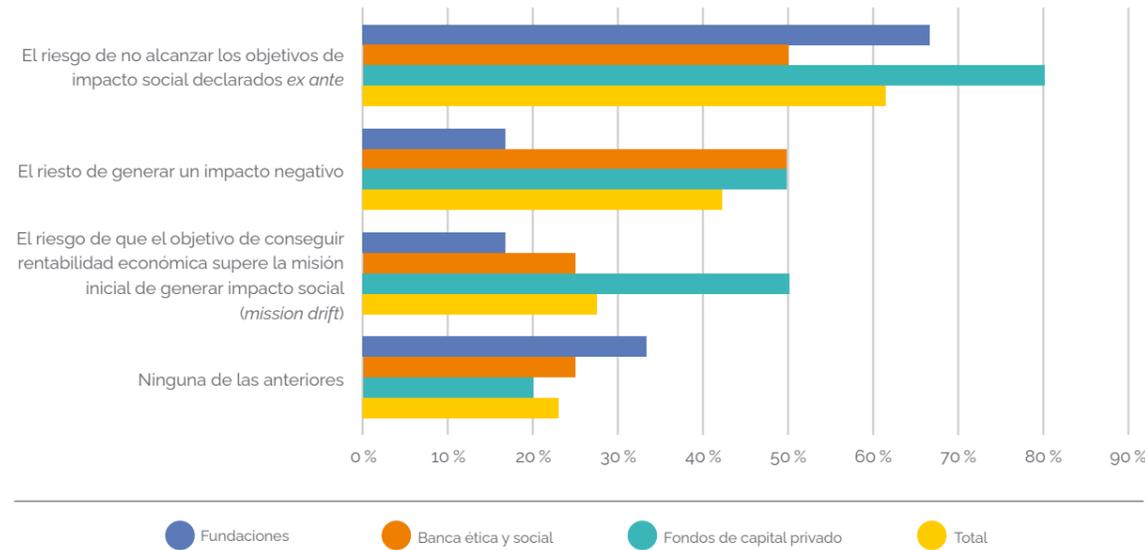


- Los indicadores de medición del impacto se utilizan principalmente para evaluar los progresos de las empresas objeto de inversión, pero también para mejorar la comunicación de los resultados a los diferentes grupos de interés (*stakeholders*).
- Sin embargo, poco más de la mitad aprovechan sus sistemas de medición para seleccionar inversiones o definir objetivos antes de ejecutar la inversión (aunque esta práctica es mucho más común entre los fondos de capital privado) y cerca del 60% los utilizan para verificar y mejorar las hipótesis subyacentes en su modelo de impacto, como la teoría del cambio (las fundaciones son líderes en esta práctica). Menos aún se utilizan para ajustar las condiciones de las inversiones o para tomar decisiones sobre el desbloqueo de capital adicional. Ello significa que, igual que el año anterior, aún hay mucho camino por recorrer desde la medición del impacto hasta la gestión del impacto para maximizar el impacto positivo y minimizar el negativo.

CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

Gráfico 25: Monitoreo de riesgos en 2021

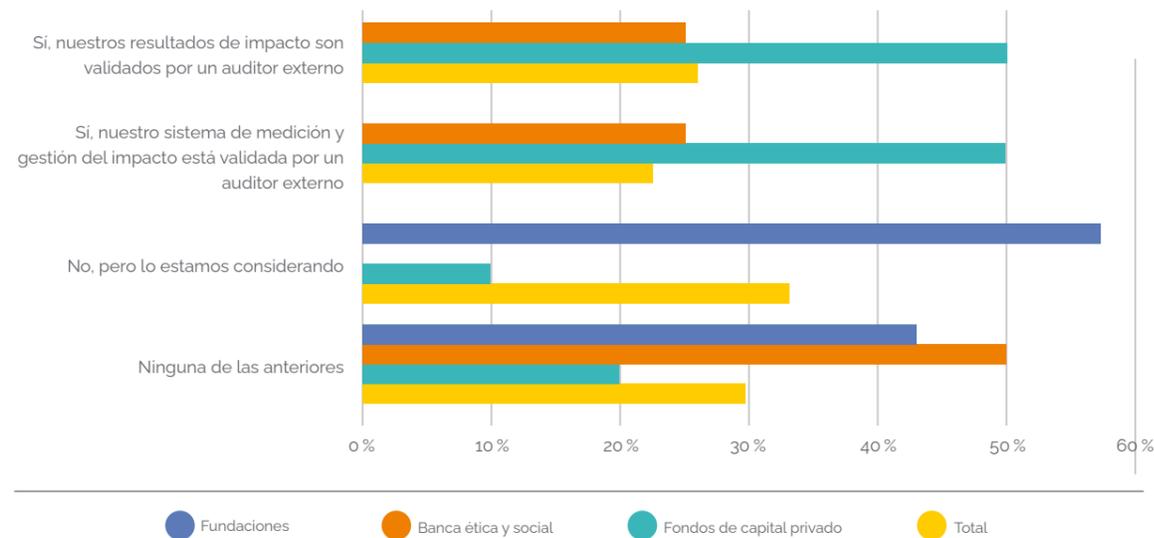
n = 26 (porcentaje de actores)



- Es frecuente hacer un seguimiento de los riesgos; por ejemplo, de no alcanzar los objetivos sociales declarados *ex ante* (62%) o de generar impactos negativos (42%). El monitoreo de los riesgos es usual en todo tipo de vehículos, pero más si cabe en los fondos de capital privado.

Gráfico 26: Auditoría del sistema de medición del impacto en 2021

n = 27 actores (porcentaje de actores)

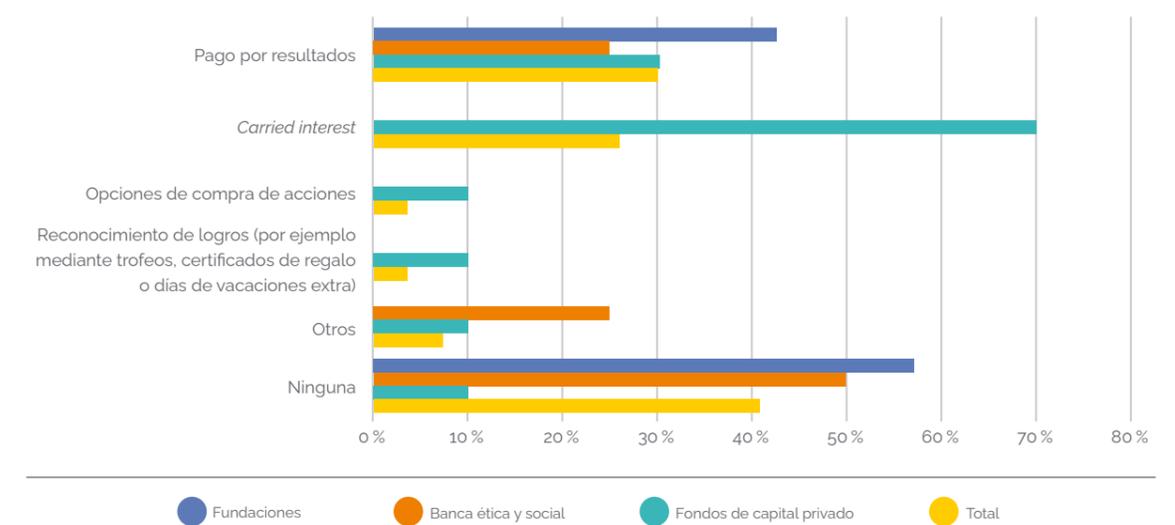


- La mayoría de los fondos de capital privado y casi la mitad de las entidades de banca ética y social auditan los resultados o bien su sistema de medición del impacto. En el caso de las fundaciones que han participado en este estudio, ninguna audita su sistema de medición o sus resultados, pero más de la mitad lo estaban considerando.

CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

Gráfico 27: Sistema de incentivos para directivos vinculado a resultados de impacto en 2021

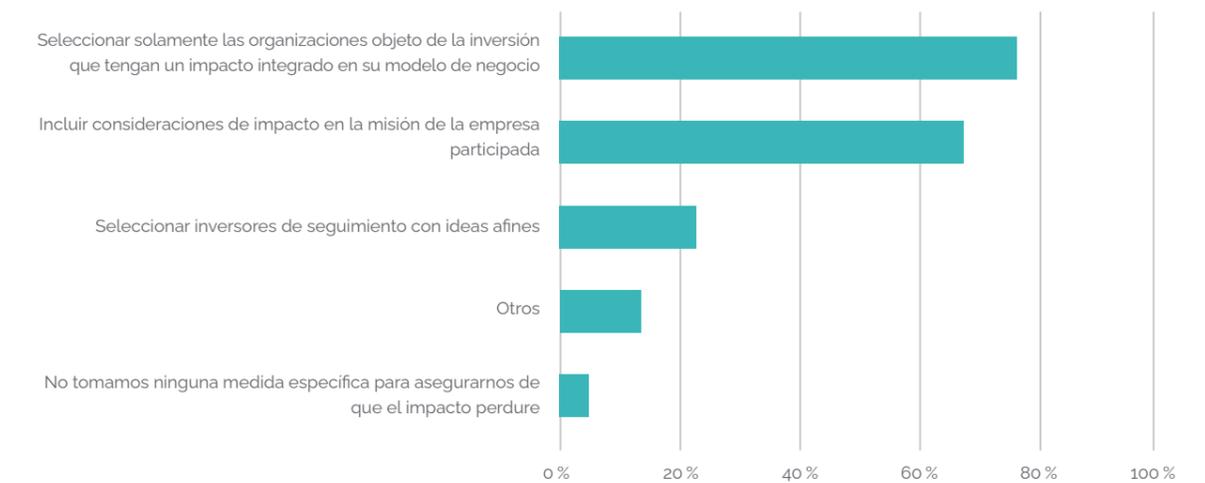
n = 27 actores (porcentaje de actores)



- En algunos casos, el coste de la financiación o los honorarios de los gestores también se calculan en función del **impacto social generado**. En el gráfico, observamos que esta vinculación entre incentivos económicos y desempeño social se da sobre todo en los fondos de capital privado. Entre los que destaca la vinculación del *carried interest* (la retribución variable para los gestores del fondo) al impacto generado, presente en el 70% de ellos.

Gráfico 28: Medidas para que el impacto continúe tras su salida en 2021

n = 22 actores (porcentaje de actores)



- Pocas entidades han reportado sus desinversiones, por lo cual no ha sido posible analizar esta sección con más detalle, pero algunas han indicado que tienen estrategias para asegurarse de que el impacto continúa, en cuanto han salido de la inversión: seleccionan organizaciones que tienen el impacto social en el centro de su modelo de negocio (77%) u organizaciones que incluyen el impacto en su misión (68%).

Barreras, oportunidades y debates para la expansión del sector

EL FUTURO: ¿NICHOS DE MERCADO O TRANSFORMACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS?

Gráfico 29: Obstáculos que impiden la expansión del sector de la inversión de impacto
n = 26 actores (porcentaje de actores)



- Los principales obstáculos que dificultan la expansión del sector de la inversión del impacto están relacionados con la propia medición y la gestión del impacto: por un lado, la falta de estándares (81%) y, por otro lado, la escasa evidencia y/o comparabilidad (77%). Otros factores importantes son el *greenwashing* o *impact washing* (54%) o el desconocimiento acerca de la inversión de impacto por parte de las potenciales organizaciones objeto de inversión (50%).

Gráfico 30: Motores que podrían influir en el crecimiento del sector de las inversiones de impacto
n = 26 actores (porcentaje de actores)



- El principal motor que podría influir en el crecimiento del sector de la inversión de impacto está relacionado con solventar una de las carencias identificadas en el gráfico anterior: el desarrollo de una metodología estandarizada para la medición y gestión del impacto (73%). Otros factores son el incremento de la presencia del sector público a través del apoyo normativo y la facilitación (69%) o el aumento de los inversores institucionales (65%).



EL DEBATE SOBRE LA INVERSIÓN DE IMPACTO EN ACTIVOS COTIZADOS

Por un lado, la inversión de impacto se ha centrado tradicionalmente en la inversión en activos **privados**, es decir, deuda y capital no cotizado. Las características propias de estos activos con menor liquidez permiten al inversor obtener mayor control y transparencia sobre el uso de los fondos y el impacto generado por ellos, motivo por el cual esta clase de inversiones resulta idónea para cumplir con los criterios de intencionalidad, adicionalidad y medición de impacto.

Intencionalidad. En la inversión de impacto, la intención de contribuir a la solución de un problema social o medioambiental está en el centro de la estrategia de inversión y se materializa en objetivos concretos sobre qué efectos se quieren generar (han de ser positivos y significativos) y para quién (han de beneficiar a colectivos desatendidos y/o al planeta). Entre los fondos privados de inversión de impacto, se considera una buena práctica invertir en empresas en que los objetivos sociales elegidos estén en el centro de su modelo de negocio, lo cual es más difícil de encontrar en las empresas que cotizan en bolsa, porque su prioridad suelen ser los resultados financieros, debido a las presiones de los propios mercados.

Adicionalidad. La adicionalidad del inversor está relacionada con lo que hace este para generar un impacto que se produce gracias a él y que no se daría si no hubiera realizado dicha inversión. Verificar que un inversor efectivamente ha generado un impacto que no se habría producido de otro modo es muy difícil, pero pueden buscarse aproximaciones para aportar una "narrativa creíble"⁷ sobre la contribución del inversor. Por ejemplo, se puede decir que un inversor tiene adicionalidad si la empresa objeto de inversión no podría acceder al mismo tipo de financiación sin él, o si el inversor se involucra activamente para aumentar el impacto positivo de la empresa de una forma relevante y efectiva. En la práctica, es muy difícil saber si inversión en una empresa cotizada tiene adicionalidad, debido al gran número de inversores posibles y al escaso poder de influencia que suele tener cada uno de ellos sobre dicha empresa.

Medición. La medición del impacto también ha de estar en el centro de la estrategia de inversión, para poder gestionarlo y optimizarlo. Por una parte, las empresas objeto de la inversión –tanto las cotizadas como las no cotizadas– deberían tener unos indicadores de impacto integrados en su propia gestión y los inversores deberían hacer lo mismo en su proceso de inversión. Esto es más fácil cuando el impacto generado está relacionado directamente con la actividad empresarial, pues se minimizan los *trade-offs* entre el resultado económico y el resultado social. En el caso de la inversión en capital cotizado, debido a la obligación de maximizar el retorno financiero para los accionistas, podría ser más difícil vincular los resultados financieros a los indicadores de impacto, así como generar datos de impacto suficientemente detallados que tengan un efecto en la gestión de la empresa.

7. IFC (2021): *Investing for Impact: The Global Impact Investing Market 2020*. Julio.

Por otro lado, existe una tendencia creciente que aboga por llevar la inversión de impacto hacia activos cotizados, con el objetivo de hacerla escalable para llegar a cubrir más necesidades sociales o medioambientales y, a la vez, hacerla accesible a todo tipo de inversores. Es una realidad que existe la necesidad de movilizar capital a gran escala como consecuencia de la urgencia de los problemas sociales y medioambientales actuales, como pone de manifiesto la brecha existente para lograr financiar los Objetivos de Desarrollo Sostenible, que asciende a 5 billones de inversión anual, según estimaciones de la OCDE.

Sin embargo, no existe un consenso sobre cómo garantizar la integridad de las características propias de la inversión de impacto en los mercados cotizados. Por ejemplo, para desarrollar orientaciones sobre cómo la inversión en activos líquidos con renta variable podría integrar estrategias de impacto, la *Global Impact Investing Network* (GIIN) creó un grupo de trabajo a finales de 2019 y, en su primer informe, de junio de 2021, este grupo identificó cuatro áreas de innovación necesarias para diferenciar la inversión "sostenible" de la inversión "de impacto": 1) la definición de la estrategia, 2) los procesos de selección de las inversiones, 3) la medición del rendimiento y 4) las estrategias de *engagement*.⁸ Aunque el equipo de la GIIN identificó varios fondos que ofrecían ejemplos individuales de innovaciones específicas, "no encontró ningún fondo que contuviera cambios fundamentales en las cuatro áreas. Así, muchos productos financieros existentes representan una adaptación de las estrategias de inversión sostenible, pero varían en cuanto a la profundidad de la evolución que representan".⁹

En este sentido, la inversión de impacto en activos cotizados ha de ser capaz de contestar a preguntas como estas:

- ¿Cómo se puede asegurar que las empresas cotizadas van a tener la intención clara de generar impacto social o medioambiental cuando los mercados financieros presionen para maximizar el retorno financiero a corto plazo?
- ¿Qué indicadores o metodologías de impacto deberían reportar las empresas cotizadas?
- ¿Aportan los inversores en activos cotizados algún tipo de adicionalidad financiera o no financiera relevante para incrementar el impacto de la empresa? ¿Se pueden considerar las estrategias de *shareholder engagement* como adicionalidad no financiera?

Pese a estos interrogantes, algunos activos cotizados sí pueden tener un enfoque claro al impacto social y medioambiental. Un ejemplo de ello son los bonos verdes, sociales y sostenibles. Estos, en caso de seguir los principios de ICMA¹⁰ para cada una de las categorías, aseguran en gran medida que los fondos van a dedicarse a un proyecto con objetivos verdes o sociales elegibles, lo cual serviría para atajar la cuestión de la intencionalidad. Además, implica un compromiso de cumplimiento de otros tres componentes principales de estos principios: los procesos de evaluación y selección de los

8. Estrategias en que los inversores en empresas cotizadas intentan influir en el comportamiento de estas participando activamente en las juntas de accionistas y/o reuniéndose privadamente con el equipo directivo.

9. GIIN (2021): *Impact Investing in Liquid Equities: Strategies for Pursuing Impact*. Junio. Disponible en: https://thegiin.org/assets/Impact%20Investing%20in%20Listed%20Equities_FINAL.pdf

10. ICMA (2022): *Guidance Handbook*. Enero. Disponible en: <https://www.icmagroup.org/assets/GreenSocialSustainabilityDb/The-GBP-Guidance-Handbook-January-2022.pdf>

proyectos conforme al uso previsto de los fondos; la gestión de los fondos, y su reporte, que pueden ser útiles como forma de medición separada del resto de la información de la empresa.

Sin embargo, algunas de las problemáticas planteadas anteriormente de forma generalista a propósito de los activos cotizados se perpetúan también en este caso, como la escasa adicionalidad del inversor en los mercados cotizados (más complicada aún de justificar en unos activos tan demandados como estos). Por otro lado, es difícil comprobar el cumplimiento de los principios de ICMA a lo largo de la vida del bono, más allá de unas recomendaciones voluntarias de verificación externa. Ello podría llevar incluso a situaciones de *greenwashing* o *impact washing*, si la empresa se aleja de los compromisos adquiridos para el uso de los fondos y el inversor, una vez adquirida la posición, no tiene acceso a información actualizada sobre esta circunstancia.

Todo ello dificulta la tarea de diferenciar las auténticas inversiones de impacto en este tipo de bonos de las que son solo sostenibles o responsables. Actualmente, los saldos vivos de bonos verdes, bonos sociales y bonos sostenibles emitidos por emisores domiciliados en España son, respectivamente, de 43.800 millones, 9.100 millones y 14.700 millones de euros.¹¹ Estas cifras muestran el apetito del inversor por contribuir a soluciones sociales o medioambientales, pero distan mucho de reflejar el volumen real de la inversión de impacto en deuda cotizada, pues carecemos de unas directrices claras para afrontar esta diferenciación.

En este sentido, el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR) ha intentado aportar claridad mediante una clasificación de tipos de productos financieros en función de su grado de compromiso con la sostenibilidad. Sin embargo, la inversión de impacto no aparece de forma expresa, sino que el Reglamento se limita a diferenciar entre los productos que integran los riesgos de sostenibilidad (art. 6), los que promueven características medioambientales o sociales (art. 8) y los que conllevan inversiones sostenibles (art. 9), entendidas estas como inversiones en actividades económicas que contribuyen a un objetivo social o medioambiental, "siempre y cuando las inversiones no perjudiquen significativamente a ninguno de dichos objetivos y las empresas beneficiarias sigan prácticas de buena gobernanza".¹² Con arreglo a esta definición, la inversión de impacto debe quedar clasificada dentro del art. 9, pero un producto del art. 9 no necesariamente debe considerarse una inversión de impacto.

A pesar de estas ambigüedades, a través de este estudio se han encontrado en España ejemplos que ilustran el potencial para llevar a cabo estrategias de inversión de impacto en activos cotizados. Un ejemplo de ello son los bonos sociales emitidos por **CaixaBank**, en que una parte relevante de la cartera elegible son los 972 millones de euros de microcréditos para familias vulnerables, concedidos por MicroBank y reconocidos en el informe de Impact Taskforce presentado ante el G7 en diciembre de 2021.¹³ En este caso,

11. Fuente: Bloomberg, con datos actualizados a 04.05.2022

12. Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex:32019R2088>

13. Impact Taskforce (2021): *Mobilising institutional capital towards the SDGs and a Just Transition*. Diciembre. Disponible en: <https://www.impact-taskforce.com/media/xe5dsend/workstream-b-full-report.pdf>

el instrumento de deuda cotizada emitido por CaixaBank ofrece liquidez a la entidad microfinanciera para que pueda seguir generando nuevos activos sociales. La entidad ha realizado una medición detallada del impacto, en concreto de su contribución al ODS 1 relativo al fin de la pobreza. **Mapfre**, otro actor reconocido en dicho informe, lanzó en 2020 el fondo Mapfre Compromiso Sanitario, que tiene como subyacente un bono emitido por la Comunidad de Madrid y reunió más de 50 millones de euros para adquirir material sanitario para la lucha contra la COVID-19. Finalmente, el fondo Gesiuris I2 Desarrollo Sostenible ISR de **Gesiuris AM** se ha especializado en invertir en bonos de organismos de desarrollo, con un pequeño porcentaje en renta variable de empresas tradicionales, financiadas por los mismos organismos de desarrollo, que son promotoras de infraestructuras en países de bajos ingresos. Todos estos casos, a pesar de que se pueda debatir sobre la adicionalidad de este tipo de financiación, cumplen con la definición de buscar un impacto social o medioambiental medible, a la par que un retorno financiero. Atendiendo al debate existente sobre si la inversión de impacto puede hacerse en activos cotizados, estas inversiones no se han incluido en las cifras del estudio.

Considerando el debate en el sector y la magnitud de la oportunidad potencial, SpainNAB ha puesto en marcha una *task force* para arrojar luz sobre las oportunidades y los desafíos de la inversión de impacto en activos líquidos. Su objetivo principal es avanzar hacia el consenso sobre una definición operativa de la inversión de impacto con criterios claros de inclusión y diferenciación, especialmente con relación a la inversión ESG/ISR en mercados cotizados y no cotizados. El proceso, coordinado por el Esade Center for Social Impact, se estructura a través de varias sesiones participativas de debate e intercambio de conocimientos, y se complementa con entrevistas individuales. Con este grupo de trabajo, SpainNAB sigue los pasos del GIIN y de otra iniciativa similar, liderada por el NAB francés¹⁴, cuyos resultados saldrán publicados a principios de 2023.



14. France Invest and Forum pour l'Investissement Responsable (2021): *Impact Investing: A Demanding Definition for Listed and Non-Listed Products*. Marzo. Disponible en: <https://www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2021/12/Impact-Handbook-FIR-France-Invest-march-15-2021.pdf>

DANKE!
 THANK YOU!
 MERCI!
 GRAZIE!
 GRACIAS!
 DANK JE WEL!

.....

Agradecimientos

Queremos dar las gracias a todas las personas y organizaciones que nos han apoyado en la realización de este estudio y, de una manera especial, a los miembros del Comité de Expertos, a las organizaciones que nos han ayudado en la difusión de la encuesta y a los inversores que han dedicado tiempo y esfuerzo a responder a las preguntas.

MIEMBROS DEL COMITÉ DE EXPERTOS:

Agustín Vitórica, **GAWA Capital**

Ángela Alférez, **SpainCap**

Carlos Capela, **Federated Hermes**

Eduardo del Río, **Asociación Española de Fundaciones (AEF)**

Elena Martín, **MicroBank**

Emilio Ayanz, **Creas**

Fabrizio Ferraro, **IESE Business School**

Gorka Goikoetxea, **Fundación Anesvad**

Javier Garayoa, **Foro Español de Inversión Sostenible (Spainsif)**

José Carlos Villena, **COFIDES**

Juan Garibi, **Fiare Banca Ética**

María Ángeles León, **Open Value Foundation**

Oscar Muguerza, **Laboral Kutxa**

Yolanda Minguito, **Triodos Bank**

PARTICIPANTES EN EL ESTUDIO:¹⁵

- Andbank España
- Agarth Capital, SL
- Fiare Banca Ética
- CaixaBank
- Laboral Kutxa
- CAPSA VIDA
- Colonya
- Creas
- Fundación EKI
- ENISA
- BBK
- EDUCO
- Fundación Ship2B
- GAWA Capital
- Gesirius AM
- Impact Bridge
- Impact Partners Ibérica
- La Bolsa Social
- Mutua Madrileña
- MicroBank
- Fundación Netri
- Open Value Foundation
- Oikocredit
- Q-Impact
- Repsol Impacto Social
- Seed Capital Bizkaia
- SEPIDES
- Ship2B Ventures
- Suma Capital
- Triodos Bank
- Zubi Capital

15. Algunos participantes han preferido permanecer en el anonimato. El hecho de haber participado en el estudio no implica que todos los participantes hayan sido contabilizados dentro de la cifra de la inversión de impacto en España.

Acerca de SpainNAB

SpainNAB es el Consejo Asesor para la Inversión de Impacto, una alianza de 28 organizaciones líderes de la comunidad inversora, empresarial, tercer sector y sociedad civil para impulsar y promover la inversión de impacto en España. Representa a nuestro país ante el GSG - Global Steering Group for Impact Investment, al cual pertenecen ya 35 países. SpainNAB tiene como misión impulsar y promover la práctica de la inversión de impacto en España. La Inversión de Impacto es aquella que busca de forma intencional un impacto social y/o medioambiental positivo medible además de un retorno financiero.

Acerca del Esade Center for Social Impact

El Esade Center for Social Impact desarrolla investigación con rigor, alcance y relevancia sobre y para el impacto social. El centro es parte de la Esade Business School y trabaja para que las personas y las organizaciones tengan la capacidad de entender mejor y solventar retos globales complejos. Parte de nuestra misión consiste en intentar crear las condiciones para establecer interacciones que permitan comprender los problemas en profundidad, formular preguntas difíciles para estimular nuevas reflexiones e ideas innovadoras, pilotar el cambio de forma progresiva y generar conocimiento, herramientas, soluciones y líderes que faciliten el cambio social.

Acerca del GSG

El GSG, el Global Steering Group for Impact Investment, reúne a los principales actores de los sectores público y privado para colaborar en nuestra misión de cambiar las economías para obtener impactos positivos para todas las personas y el planeta. Para lograr este objetivo, innovamos, promovemos y facilitamos un movimiento de impacto global eficaz y diverso, en estrecha colaboración con los Consejos Consultivos Nacionales (NAB), centrándonos en lograr resultados a escala, a través de la inversión de impacto, donde más se necesita. Los NABs del GSG cubren actualmente más de 35 países, y otros 35 países están en camino de establecer sus propios NABs. Un NAB es una plataforma local que representa a todos los grupos de interés necesarios para redirigir importantes flujos de capital hacia un impacto social y medioambiental positivo. Dirigidos por el sector privado, pero en estrecha colaboración con los gobiernos nacionales, los NABs crean conciencia e inteligencia de mercado, ayudan a cambiar las políticas y movilizan recursos financieros adicionales para el bien público. El GSG, es una organización benéfica británica que pretende aportar soluciones a los retos sociales y medioambientales, difundiendo el uso de enfoques de impacto en la toma de decisiones filantrópicas, empresariales y de inversión.

Acerca de EVPA

EVPA, la comunidad de inversión de impacto, es una red única en la intersección del negocio y el propósito, impulsada por el conocimiento y enfocada en el impacto. Reunimos personas, capital, conocimiento y datos para catalizar, innovar y escalar el impacto. EVPA reúne a un grupo diverso de proveedores de capital (fondos de impacto, corporaciones, fundaciones, capital privado, bancos, financiadores públicos) e innovadores sociales de todo tipo, desde nombres conocidos hasta nuevos actores emergentes. Juntos trabajamos para aumentar la prosperidad y el progreso social de todos, corregir las desigualdades e injusticias y preservar el planeta.



