

ESADE

Ramon Llull University

**ESADE
ENTREPRENEURSHIP
INSTITUTE**



FOROIMPACTO

La Inversión de Impacto en España: Oferta de Capital

Una llamada a la acción para impulsar el mercado de las inversiones de impacto en España en el marco del GSG

Patrocinado por:

ROBECO
The Investment Engineers

Por encargo de **Foro Impacto**

Septiembre 2018

Lourdes Urriolagoitia
Guillermo Casanovas
Lisa Hehenberger

Tabla de Contenidos

| | |
|--|-----------|
| OFERTA DE CAPITAL - RESUMEN EJECUTIVO..... | 4 |
| LA OFERTA DE CAPITAL EN EL ECOSISTEMA DE LAS INVERSIONES DE IMPACTO ESPAÑOL..... | 15 |
| Introducción..... | 15 |
| Definición de inversión de impacto..... | 16 |
| Otros estudios a nivel global y Español..... | 17 |
| Actores de oferta de capital..... | 18 |
| PROPUESTA DE TEMAS PRIORITARIOS SOBRE OFERTA DE CAPITAL A ANALIZAR PARA ESPAÑA..... | 19 |
| LA ADMINISTRACIÓN PÚBLICA..... | 20 |
| La Unión Europea..... | 20 |
| España..... | 21 |
| Administración del Estado..... | 21 |
| Administración de las Comunidades Autónomas..... | 22 |
| Administración provincial..... | 23 |
| Administración municipal..... | 23 |
| Recomendaciones estratégicas..... | 24 |
| AGENTE MAYORISTA..... | 24 |
| Recomendaciones estratégicas..... | 27 |
| LA BANCA..... | 27 |
| Banca privada..... | 27 |
| Banca comercial..... | 30 |
| Banca ética..... | 31 |
| Banca de inversión..... | 32 |
| Recomendaciones estratégicas..... | 35 |
| INSTITUCIONES DE COOPERACIÓN AL DESARROLLO..... | 35 |

| | |
|---|-----------|
| España..... | 37 |
| Recomendaciones estratégicas | 40 |
| FAMILY OFFICES..... | 40 |
| España..... | 41 |
| Recomendaciones estratégicas | 42 |
| INVERSORES INSTITUCIONALES..... | 42 |
| Fondos de pensiones..... | 43 |
| Compañías de seguros..... | 44 |
| Instituciones religiosas..... | 45 |
| España..... | 45 |
| Recomendaciones estratégicas..... | 48 |
| MINORISTAS..... | 48 |
| Recomendaciones estratégicas | 50 |
| LAS FUNDACIONES..... | 50 |
| Inversión relacionada a la misión MRI..... | 51 |
| España..... | 53 |
| Recomendaciones estratégicas | 55 |
| Anexo I..... | 56 |
| Ia. Instrumentos financieros de la UE..... | 57 |
| Ib. Las fundaciones en España..... | 59 |
| Anexo II. CASOS PIONEROS ESPAÑOLES EN INVERSION DE IMPACTO..... | 62 |
| IIa. Fondo de Emprendimiento e Innovación Social de Bizkaia Seed Capital..... | 63 |
| IIb. Fondo Huruma de AECID-COFIDES..... | 66 |
| IIc. Las actividades de Open Value Foundation..... | 69 |
| IId. La inversión relacionada a la misión de Anesvad..... | 71 |
| IIe. Proyecto de Valor Social de Caixabank Banca Privada..... | 73 |
| IIf. Q Impact de Qualitas Equity..... | 75 |
| IIg. Magallanes Impact Fund de Magallanes value Investors..... | 78 |
| Anexo III. Miembros de la Comisión de Oferta de Capital..... | 80 |
| REFERENCIAS..... | 82 |

OFERTA DE CAPITAL – RESUMEN EJECUTIVO

INTRODUCCIÓN

La misión del *Global Steering Group for Impact Investment (GSG)* es aprovechar la energía detrás de la inversión de impacto para promover un movimiento en todo el mundo. Cada uno de los 16 países miembros del GSG ha formado un Consejo Asesor Nacional (*NAB*, por sus siglas en inglés), que trabaja como catalizador de la inversión de impacto en su propio país. A los 16 países miembros se añade la Unión Europea. De esta manera, el *GSG* busca lograr que el impacto medible se adopte en cada decisión de inversión y de negocio que afecta a las personas y al planeta.

El trabajo del *GSG* se fundamenta en las recomendaciones de su antecesor, el *G8 Social Impact Investment Taskforce*. Así, el trabajo de los primeros *NAB* y del *G8 Taskforce* se convirtió en la base de trabajo de los *NAB* que se han ido incorporando posteriormente y que han realizado sus recomendaciones con el fin de potenciar las inversiones de impacto de sus propios mercados de forma coordinada.

Foro Impacto es el grupo de trabajo creado en España para su adhesión al *GSG*. Foro Impacto realizó un estudio de fase previa, un primer panorama transversal de las principales tendencias en el mercado de las inversiones de impacto en el marco del *GSG*, en el que se sintetizaron las recomendaciones del *G8 Taskforce*, de los *NAB*, y del rol de los principales actores identificados – con objeto de llamar a la acción a la acción al mercado español. El estudio de fase previa propuso la siguiente definición de las inversiones de impacto:

Las inversiones de impacto son aquellas que intencionalmente buscan un impacto social/medio-ambiental, medible, en conjunto con un retorno financiero, como mínimo igual al del capital principal invertido.¹

La siguiente etapa en la adhesión de España al *GSG* incluirá la elaboración de los informes intermedios de oferta de capital, demanda de capital e intermediación.

OFERTA DE CAPITAL

¹ Esta definición fue posteriormente modificada por el *Spanish National Advisory Board for Impact Investment* en el informe final que la definió así: “La inversión de impacto es aquella que intencionalmente busca un impacto social o medioambiental medible, además de un retorno financiero”.

El presente trabajo es el informe intermedio sobre la **oferta de capital**. Tiene como objetivo presentar un **mapa de la oferta de capital** del ecosistema de la inversión de impacto en España así como una **serie de recomendaciones estratégicas**. Específicamente se presentará:

- Una breve descripción de la situación actual en el marco del GSG con casos pioneros internacionales.
- Actores de referencia y actores que empiezan a despuntar en el mercado de las inversiones de impacto.
- Factores que promueven y/o facilitan las inversiones de impacto y aquellos que las obstaculizan.
- Recomendaciones estratégicas para cada grupo de actores.

Este informe se ha desarrollado mediante un proceso de co-creación con la comisión de la oferta de Foro Impacto, cuyos miembros han dado sus comentarios a una propuesta preliminar en un a primera ronda mediante reunión telefónica, y en segunda ronda, durante una reunión presencial, hasta llegar a las recomendaciones presentadas en este informe. El primer **objetivo** ha sido determinar cuáles son **las fuentes de capital más relevantes** en la etapa inicial del desarrollo del mercado de la inversión de impacto, y el segundo objetivo ha sido decidir qué medidas son prioritarias. De esta forma, se ha llegado a un consenso sobre **las recomendaciones estratégicas** para la oferta de capital del mercado de la inversión de impacto presentadas en este informe. El anexo III incluye un listado de los miembros de dicha comisión, que ha sido presidida y promovida por Robeco Asset Management, y liderada por Agustín Vitórica, co-CEO de GAWA Capital.

ACTORES DE LA OFERTA DE CAPITAL

Las fuentes de capital en el ecosistema de la inversión de impacto proveen los recursos financieros que se necesitan. La figura 2 ilustra esta definición:

Figura 2: La oferta en el ecosistema de las inversiones de impacto



Fuente: Social Impact Investment Taskforce Impact Investment 2014. "The Invisible Heart of Markets"

PROPUESTA DE TEMAS RELACIONADOS A LA OFERTA DE CAPITAL A ANALIZAR POR SPAIN NABⁱⁱ

Siguiendo la metodología de trabajo que se aplicó durante la fase previa, a continuación se presenta el estudio que se ha realizado sobre la oferta de capital.

La Administración Pública

Tanto el grupo de trabajo del G8 como cada uno de los países miembros del GSG coinciden plenamente en que el rol de la Administración Pública es crítico para facilitar la inversión de impacto y eliminar barreras. Sin un liderazgo gubernamental, el desarrollo del mercado de las inversiones de impacto será lento y su alcance limitado. Aunque la Administración Pública juega un papel muy importante en varios aspectos de la inversión de impacto, este informe se centra en su rol como suministradora de capital – a nivel europeo, nacional, regional y municipal.

A nivel europeo, el **Social Business Initiative** fue lanzado en 2011 por la Comisión Europea como política de apoyo al emprendimiento social. Muchos de los instrumentos

ⁱⁱ Spanish National Advisory Board for Impact Investment (Consejo Asesor Nacional para la Inversión de Impacto en España)

financieros disponibles se gestionan a través del Fondo Europeo de Inversión (FEI), uno de los principales intermediarios financieros de la Comisión Europea.

El 6 de junio de 2018, la Comisión Europea emitió un reglamento sobre **InvestEU**, para reunir bajo un mismo paraguas la multitud de instrumentos financieros disponibles actualmente para apoyar la inversión en los países miembros con objeto de simplificar procesos y aumentar la eficiencia y flexibilidad de la financiación de los proyectos.

A nivel nacional, entre los actores más relevantes en el ecosistema de las inversiones de impacto y que potencialmente pueden jugar un papel fundamental en el mismo, está el **Instituto de Crédito Oficial (ICO)** que es a la vez un banco público y una agencia financiera del Estado. Entre sus herramientas de acción destaca el **Fond-ICO Global**, un fondo de fondos de capital riesgo de 2.000 millones de euros. Además, el ICO es pionero en emisión de **bonos sociales**.

Otro actor fundamental dentro de la Administración del Estado es **ENISA**, una sociedad mercantil que destaca en el sector por su programa de préstamos participativos **ENISA Emprendedores Sociales**.

A nivel de la Administración General del Estado, los actores principales que canalizan los **Fondos Estructurales de la Unión Europea**, en particular el Fondo Social Europeo, son: **Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social; Ministerio de Hacienda y Función Pública; Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación**.

A nivel **autonómico**, destacan las experiencias tanto de la **Junta de Andalucía** a través de la agencia **IDEA** (Agencia de Desarrollo e Innovación de Andalucía) como de la **Comunidad Valenciana** a través del **ICF** (Instituto Valenciano de Finanzas). Estos dos organismos acumulan ya experiencias en la puesta en marcha de instrumentos financieros bajo las reglas y la financiación de Fondos Estructurales (FEDER).

A nivel provincial, destaca **Seed Capital Bizkaia**, la sociedad foral que ha lanzado un **fondo de apoyo a emprendimientos sociales**.

También a nivel municipal, empiezan a despuntar casos innovadores como son los ayuntamientos de Barcelona y Madrid. El primero destaca por su reciente **emisión de bonos sociales y bonos verdes**, mientras que el segundo ha destinado €86,5 millones de euros del presupuesto de 2019 a préstamos y **compra de acciones de empresas y fondos de inversión social**.

Dado el potencial del sector público, las recomendaciones estratégicas son:

- Estudiar cómo canalizar fondos públicos existentes hacia la inversión de impacto social. Una primera propuesta en esta línea sería explorar la posibilidad del lanzamiento de un programa dentro de Fond-ICO Global específicamente para apoyar fondos de impacto social.
- Promover la utilización de los fondos estructurales de la UE a través de la

Administración del Estado y los gobiernos autonómicos para crear vehículos de inversión dedicados al desarrollo del emprendimiento social.

- Promover entre las administraciones provinciales la creación de fondos de apoyo a emprendimientos sociales

Mayoristas: fondo de fondos

El mayorista es un **fondo de fondos** que invierte en intermediarios financieros que a su vez toman posiciones en empresas sociales y proyectos de impacto que aborden problemas sociales y/o medioambientales. Todos los NAB coinciden en que es un actor fundamental para el desarrollo del ecosistema y debe crearse a nivel nacional. Su fuente principal de capital suele ser las cuentas inactivas que existen en un país. Debe, además, **actuar como líder de mercado** promocionando la creación de intermediarios especializados para **facilitar a las empresas y proyectos el acceso al capital**. En España aún no existe este actor.

Dentro de los miembros del GSG, empiezan a surgir casos interesantes además del de **Big Society Capital** en el Reino Unido, pionero y creador incluso del término “mayorista” para inversiones de impacto. Este mayorista se financió con 600 millones de libras de los cuales 400 millones provinieron de cuentas bancarias inactivas, y 200 millones de cuatro bancos. Hasta 2018, había movilizado más de 1.000 millones de libras, con 586 millones extraídos de la entidad, más capital de los co-inversores a un múltiplo de 2.3x. Otros caso pionero es **Portugal Inovação Social** que moviliza capital privado y público utilizando 150 millones de euros de los Fondos Estructurales de la UE.

En 2016, **Japón** aprobó la **Ley de Utilización de Depósitos Inactivos** para canalizar hasta 700 millones de dólares anuales hacia el sector privado. Otra iniciativa en construcción es **Impact Capital Australia** que se iniciará con 300 millones de dólares australianos de capital. Por último, está **LIFF LATAM**, el fondo de fondos Latinoamericano que se encuentra en sus primeras etapas de diseño.

Recomendación estratégica:

- **Explorar** con la Administración Pública el **lanzamiento de un fondo de fondos español**. Para el diseño del mayorista hay que tener en cuenta el grado de madurez del mercado español y así adecuar las cantidades y los instrumentos financieros propuestos.

Banca

Los bancos son potencialmente un pilar esencial de la inversión de impacto puesto que poseen **acceso a grandes cantidades de capital** -financiero, humano y social- que puede utilizarse para apoyar y hacer crecer el sector.

Se espera que la mayor parte de la actividad bancaria en el sector de la inversión de impacto provenga de la **banca privada**.

Al mismo tiempo, han empezado a aparecer prácticas punteras entre los bancos comerciales y de inversión que van más allá de la filantropía tradicional y la responsabilidad social empresarial (RSE)

Las **habilidades financieras** de los bancos y su conocimiento pueden ser utilizados para **invertir en emprendimientos sociales**.

Un ejemplo pionero dentro de **banca privada** es la iniciativa de **CaixaBank Banca Privada** denominada **Proyecto de Valor Social**. Provee asesoramiento en filantropía, IRS, e inversión de impacto a sus clientes, con un equipo exclusivo que aplica los mismos criterios que rigen el resto de las inversiones patrimoniales.

Dentro de la **banca comercial** destacan los **bancos éticos** como **Triodos Bank** que ofrece productos especializados, financia empresas sociales, e invierte en organizaciones sociales, o **Fiare Banca Ética** que destaca por la metodología que aplica para evaluar el mérito crediticio combinando el análisis técnico y la sensibilidad social, ambiental, y ética de los proyectos. También **Caixa Micro Bank** destaca por sus microcréditos y el producto de inversión para clientes que ha desarrollado junto con la Fundación La Caixa.

Dentro de **banca de inversión** se citan ejemplos pioneros a nivel internacional como **JP Morgan** que creó una unidad de finanzas sociales, a través de la cual invierte su propio capital o **Credit Suisse** que ha creado **ResponsAbility Investments**, un administrador de activos en el campo de las inversiones de impacto.

Dada esta situación en el sector bancario, las **recomendaciones estratégicas** serían:

- Educar a los departamentos de banca privada de los principales bancos españoles en la nueva filantropía para que la inversión de impacto pase a ser una propuesta clave en el *asset allocation* (asignación de cartera) de los clientes.
- Adaptar la política de créditos de la banca comercial para ofrecer productos a las empresas sociales.
- Estructurar y lanzar nuevos productos de inversión de impacto desde la banca de inversión.
- Promover la inversión de impacto entre los clientes de los bancos en general.

Instituciones de cooperación al desarrollo

Las instituciones financieras de cooperación al desarrollo tienen una larga experiencia en la provisión de asistencia técnica y asesoría para hacer frente a los conocimientos técnicos esenciales de las Pymes. En la actualidad están facilitando una financiación específica para el desarrollo de Pymes en los países en vías de desarrollo que no tiene acceso a financiación privada. Han empezado a crear nuevos modelos de inversión, combinando su capacidad financiera con su objetivo social, entrando así en el sector de la inversión de impacto.

Entre los actores internacionales los ejemplos destacados son los siguientes:

El **Departamento para el Desarrollo Internacional del Reino Unido – DFID** destaca por su programa denominado *impact program*, que se compone de dos instrumentos: el **fondo de impacto** que invierte en fondos y otros intermediarios con el potencial de generar impacto en países en desarrollo, y el *impact accelerator* que invierte directamente en oportunidades de alto desarrollo y comercialmente sostenibles cuyos riesgos son demasiado altos y/o los rendimientos financieros son bajos.

También destaca la **Agencia Sueca de Cooperación al Desarrollo Internacional – SIDA** por sus fondos denominados *Challenge Funds* que son soluciones innovadoras y poco convencionales para los problemas de desarrollo, lo que implica un mayor nivel de riesgo en la inversión. También utiliza **instrumentos de garantía**, generalmente actúa como co-garante junto con un donante, un banco de desarrollo, o una institución financiera de desarrollo.

Las instituciones de cooperación al desarrollo españolas son igualmente punteras por los instrumentos que han creado recientemente. Concretamente, **COFIDES** está acreditada para cofinanciar proyectos con la UE estructurados mediante *blending*. Dentro de este marco, COFIDES ha desarrollado el **Fondo Huruma AECID-COFIDES** (GAWA Capital) cuyo objetivo es que las entidades financieras sirvan adecuadamente al segmento de agricultores pequeños o excluidos en Latinoamérica y Caribe, África Subsahariana y Asia. El Fondo Huruma AECID-COFIDES realizará una **inversión total de 100 millones de euros con un tramo de primeras pérdidas de 10 millones de euros aportados por la UE.**

La contribución de AECID al Fondo Huruma AECID-COFIDES, se realizará a través del **Fondo para la Promoción del Desarrollo FONPRODE** que es uno de los principales instrumentos financieros de la Cooperación Española, gestionado por la Agencia Española de Cooperación al Desarrollo (**AECID**) con el apoyo de **COFIDES**.

La **recomendación estratégica** que se hace es:

- Explorar cómo lograr el apoyo de **COFIDES-AECID** a **nuevos fondos de impacto social** orientados a países en vías de desarrollo con temáticas que permitan acceder a estructuras de *blending*.

Family Offices

De acuerdo al estudio **Global Family Office Report 2017** realizado por UBS, el **28.3%** de los family offices internacionales realiza inversión de impacto.

Al mismo tiempo, la generación de los **millenials** que quiere invertir en impacto, probablemente se convierta en la generación más rica de la historia de Estados Unidos puesto que se espera que **75 millones de millenials** hereden aproximadamente **41 billones** de dólares.

A nivel internacional destaca **Blue Haven Initiative**, una de las primeras family offices creadas con la inversión de impacto en el centro de su misión y enfoque.

En **España**, las family offices como **MDF Family Partners** muestran interés en las inversiones de impacto, y se destaca el caso de **Magallanes Value Investors**, que lanzará el fondo **Magallanes Impact Fund** aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el fin de invertir en entidades que conceden **microcréditos**.

Las **recomendaciones estratégicas** que se hacen son:

- **Formación** especialmente diseñada para *family offices*
- Divulgación de **casos de éxito** de *family offices* que han desarrollado estrategias de inversión de impacto
- **Ofrecer opciones** de inversión en fondos de impacto especializados para *family offices* interesados en generar un impacto social además de un retorno financiero.

Inversores Institucionales

En general, los inversores institucionales -fondos de pensiones, aseguradoras e instituciones religiosas- están casi **ausentes en las inversiones de impacto**. Los motivos principales de esta ausencia tanto a nivel global y sobre todo a nivel nacional, en especial por parte de las **aseguradoras** son:

- La **labor fiduciaria y el marco regulatorio**: En España, el sector asegurador debe regirse por la normativa europea Solvencia II que regula el control y la calibración de los riesgos y adecuación del capital al riesgo asumido. Por otra parte, los grandes gestores de fondos de pensiones poseen normas internas y un límite para inversiones alternativas como el capital riesgo. Aunque legalmente no pueden invertir más del 20% de su cartera en capital riesgo, muchas han reducido este límite al 3%.

- La **percepción que tienen los inversores institucionales**: consideran que las inversiones de impacto están en una etapa inicial, y constituyen un ecosistema aún pequeño e inmaduro.
- La **naturaleza de las inversiones de impacto**: perciben que en general los **retornos** financieros ajustados al riesgo **están por debajo del mercado**, que son inversiones “**íliquidas**” y que la **medición de impacto es costosa**.

Entre los casos pioneros a nivel global de los **fondos de pensiones** están **las holandesas PGB** que comprometió 20 millones de euros para un fondo de micro-finanzas, de una duración de ocho años con un retorno esperado de aproximadamente 6%, y **PFZW**, el cual decidió invertir 20.000 millones de euros de sus activos totales en empresas y proyectos que tienen un impacto positivo en la sostenibilidad. En Estados Unidos **CalPERS** ha decidido incluir los **ODS** en la selección de su cartera de inversiones.

Entre las **compañías de seguros** encontramos el Grupo Axa que, en 2014, lanzó **Axa Impact Investment** un fondo de fondos de impacto de 150 millones de euros. También desarrolló el **Axa Research Fund** para temas estratégicos que inciden directamente en la actividad central de la compañía.

Por último, entre las **instituciones religiosas**, destacan las **Conferencias** en inversión de impacto del **Vaticano**.

Las **recomendaciones estratégicas** para los inversores institucionales son:

- Desbloquear capital institucional con **capital público** mediante mecanismos que reduzcan el riesgo para el inversor institucional.
- Promover **ventajas fiscales** que compensen los costes de medición.
- Promover el apoyo de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones a los productos de inversión de impacto
- Incluir los **ODS** en sus criterios de inversión

Para **fondos de pensiones**:

- Incentivar que los fondos de pensiones de empleo dediquen un porcentaje a la inversión de impacto, a través de **formación a las comisiones de control**.
- Mejorar el **reglamento de pensiones** para aumentar los requisitos de información que los fondos de pensiones deben dar sobre inversiones e impacto.

Para **Aseguradoras**:

- **Rebajar requerimiento de capital** para las aseguradoras en las inversiones de impacto.

Para **Instituciones religiosas**:

- Involucrar a las principales empresas de asesoramiento financiero EAFI del

sector.

Minoristas

La directiva AIFMD regula en Europa y España a las entidades que gestionan los vehículos de inversión alternativa y su comercialización. El legislador español ha decidido que los fondos de inversión alternativa que se pretendan comercializar a inversores minoristas en España deberán superar un proceso de autorización complejo a fin de proteger a este inversor.

Los países del GSG recomiendan implantar los **fondos solidarios 90/10** que **Francia** ha desarrollado. **Francia** y el **Reino Unido** han recomendado extender este esquema a **los fondos de pensiones**.

Los fondos solidarios 90/10 en Francia permiten canalizar el ahorro de los trabajadores hacia inversiones en empresas sociales, 90% se invierte en empresas cotizadas ISR y 10% en empresas sociales. Las empresas con más de 50 empleados están obligadas a ofrecer a sus empleados, un fondo solidario opcional.

En España, los inversores de impacto minoristas han empezado a invertir en empresas sociales a través de plataformas de financiación participativa (llamadas *Crowdfunding*). Entre estas plataformas está La Bolsa Social, la primera autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en España, la cual pone en contacto a emprendedores sociales con inversores de impacto.

Recomendaciones estratégicas:

- **Replicar** los esquemas franceses de **ahorro solidario**, desarrollando **directrices, marcos de competencias, y legislación**.
- Incorporar **incentivos fiscales** para los inversores minoristas que inviertan directamente en **empresas sociales** a través de **plataformas** como La Bolsa Social.

Las Fundaciones

Desde el punto de vista de la oferta de capital, las fundaciones juegan un papel esencial mediante dos actividades principales:

- **Venture Philanthropy** que consiste en proveer de una fuente de capital principal al inicio del emprendimiento social, al tiempo que se ofrece asistencia técnica.
- Las **inversión relacionada a la misión (MRI)**: consistente en invertir la dotación patrimonial en inversión de impacto alineada con la misión de la fundación.

Entre las fundaciones precursoras en **MRI** encontramos: **Felicitas Foundation** (100% de su patrimonio), **Ford Foundation** (1.000 millones de dólares), y **Packard Foundation** (sistema avanzado) de los EEUU.

Los casos pioneros dentro de los miembros del GSG en **MRI** están en **Alemania** donde se constituyó el **MRI Pilot Fund** y en **Brasil**, donde se constituyó un fondo de inversión conjunta como **proyecto prototipo** de fundaciones e institutos brasileños.

En **España**, el número total estimado de fundaciones en 2014 era de 14.120, mientras que las fundaciones activas efectivas sumaban 8.866. De aquellas el **11,26%** son **grandes fundaciones**, que superan los 2.400.000 de euros de dotación inicial.

Entre las fundaciones en España que suministran capital se distinguen 3 tipos:

- **patrimoniales**: aquellas para la cual la dotación fundacional proviene del fundador que dona su patrimonio, mientras que los ingresos provienen en gran medida de los dividendos o rentabilidades del patrimonio donado- por ej. **Fundación José Manuel Entrecanales**
- **empresariales**: aquellas para las que la fuente de financiación prioritaria proviene de la compañía con la que está relacionada a través de donaciones y/o dividendos – por ej. **Fundación Mapfre**
- **bancarias**: aquellas que se formaron tras la entrada en vigor de la Ley de Cajas de Ahorros y Fundaciones Bancarias – por ej. **Obra Social La Caixa**

Las fundaciones españolas están reguladas por un **protectorado**, un órgano que vela por el correcto ejercicio del derecho de fundación y por la legalidad de la constitución y funcionamiento de las fundaciones.

En España, existen varios casos pioneros de fundacionesⁱⁱⁱ que están invirtiendo de acuerdo a su misión (**MRI**). Destacamos las siguientes: **Anesvad**, donde un mínimo del **50% de la cartera de inversión patrimonial** se destina a inversiones de impacto y temáticas; **Open Value Foundation** que ha cambiado su estrategia fundacional hacia la *venture philanthropy* y la inversión de impacto; y la fundación **BBK**, que se está planteando su potencial como posible financiador de las primeras fases de ideas que pueden llegar a convertirse en **emprendimientos sociales** o entrar a financiar con un tramo de **primeras pérdidas**. Adicionalmente BBK ha decidido **apoyar a Spain NAB, el Consejo Asesor Nacional para la Inversión de Impacto en España**, para tratar de ayudar a lanzar y avanzar el ecosistema de la inversión de impacto en España en general, y en Vizcaya en particular.

ⁱⁱⁱ Para una actualización de estas iniciativas ver informe final

Las **recomendaciones estratégicas** serían:

- Ofrecer **formación** a las fundaciones para que puedan expandir su manera de financiar proyectos más allá de las subvenciones - utilizar **otros mecanismos financieros** – y aplicar la metodología del ***Venture Philanthropy***.
- Explorar cómo las fundaciones pueden **canalizar su dotación hacia las inversiones de impacto**:
 - Destacar y divulgar **casos de éxito**.
 - Estudiar una modificación de la **normativa** para que las inversiones alineadas con su misión sean autorizadas por el **Protectorado**.
 - Lanzar un **fondo MRI piloto** conjunto que les permita adquirir experiencia como se hizo en Alemania o Brasil.

LA OFERTA DE CAPITAL EN EL ECOSISTEMA DE LAS INVERSIONES DE IMPACTO

Introducción

Desde **Foro Impacto**, el Grupo de Trabajo español para la adhesión de España al *GSG*, se ha realizado un primer estudio denominada **fase previa**, para obtener un primer panorama transversal de las principales tendencias en el mercado de las inversiones de impacto en el marco del *GSG*. Se han sintetizado las recomendaciones del *G8 Social Impact Investment Taskforce*, de los *NAB* y el rol de los principales actores identificados – con el fin de ofrecer una llamada a la acción en el mercado español.

Ahora entramos en la siguiente fase que es la elaboración del **informe intermedio sobre la oferta de capital**. El presente trabajo tiene como objetivo presentar un **mapa de la oferta de capital** del ecosistema de la inversión de impacto en España y una **serie de recomendaciones estratégicas para el desarrollo del mercado**. Específicamente se presenta:

- Una breve descripción de la situación actual en el marco del *GSG* con casos pioneros internacionales.
- Actores de referencia y actores que empiezan a despuntar en el mercado español de la inversión de impacto.
- Factores que facilitan y obstaculizan la inversión de impacto.
- Recomendaciones estratégicas para cada grupo de actores.

Este informe se ha desarrollado mediante un proceso de co-creación con la comisión de la oferta de Foro Impacto que ha permitido llegar a un consenso sobre las recomendaciones mencionadas. Los miembros de la comisión de la oferta han dado sus comentarios a una propuesta preliminar durante una reunión telefónica y, en segunda ronda durante una reunión presencial hasta llegar a las recomendaciones presentadas en este informe. El primer **objetivo** ha sido determinar cuáles son **las fuentes de capital más relevantes** en la etapa inicial del desarrollo del mercado de la inversión de impacto, y el segundo objetivo ha sido decidir qué medidas son prioritarias para dicho desarrollo. El anexo III incluye un listado de los miembros de la comisión de la oferta, promovida y presidida por Robeco Asset Management y liderada por Agustín Vitórica, co-fundador y co-CEO de GAWA Capital.

Antes de realizar el análisis de la oferta de capital en España, se presenta la definición de inversión de impacto que se utiliza en este informe y el alcance del mismo respecto a otros estudios a nivel global y español.

Definición de inversión de impacto

Las inversiones de impacto son aquellas que intencionalmente buscan un impacto social y/o medio-ambiental, medible, en conjunto con un retorno financiero, como mínimo igual al del capital principal invertido.^{iv}

- Es esencial el paso de dos dimensiones –riesgo, retorno- a tres: riesgo, retorno e impacto
- El objetivo de un retorno financiero distingue la inversión del impacto de la filantropía, aunque existen estrategias híbridas, como la *venture philanthropy*.
- La mención de intencionalidad significa que la inversión de impacto en fondos, empresas, entidades del tercer sector, es una estrategia proactiva de búsqueda de impacto, que va más allá de la inversión socialmente responsable.
- Es necesario medir el impacto social para demostrar el logro de objetivos, y así canalizar el capital para conseguir más impacto.

Las inversiones de impacto se sitúan dentro de un espectro entre las organizaciones filantrópicas en un extremo y las empresas con fines sociales en el otro. La siguiente figura ilustra este continuo:

Figura 1: Marco de actuación de las inversiones de impacto^v



Fuente: Hehenberger, L. 2018. “Las inversiones de impacto social tendencias globales”, Presentación en el evento España y la inversión de impacto social, Madrid.

^{iv} Spain NAB modificó la definición de inversión de impacto. Ver informe final

^v Spain NAB ha adoptado la clasificación del GSG. Ver informe final

Otros estudios a nivel global y español

La inversión de impacto es un concepto relativamente nuevo que surgió con fuerza cuando en 2013, gracias a la creación de la *G8 Social Impact Investment Taskforce*. Este grupo promovió la discusión sobre la naturaleza de las inversiones de impacto, cómo varían de acuerdo a los distintos contextos internacionales, cuál es el rol de los gobiernos, y de qué modo la colaboración internacional puede impulsarlas .

La frontera del conocimiento en inversiones de impacto se fundamenta en gran parte en las publicaciones del *G8 Social Impact Investment Taskforce*, del *Global Social Impact Investment Steering Group (GSG)*, que se estableció en 2015 para continuar el trabajo del G8 y los *National Advisory Boards (NAB)* –Consejos Asesores Nacionales para la Inversión de Impacto- que lo conforman. También están las publicaciones de la *European Venture Philanthropy Association (EVPA)* y de *Global Impact Investing Network (GIIN)*. Así lo confirma un estudio de la Universidad de Oxford^{vi} que reveló que el 73% de los trabajos publicados en temas de inversión de impacto proviene de estos grupos.

Inversión de impacto es un concepto que no está exento de controversia dada la ausencia de una definición uniforme y la difusa frontera entre inversiones de impacto y otros campos de estudio como el *venture philanthropy* y las inversiones socialmente responsables (ISR). Al mismo tiempo, existen esfuerzos por cuantificar su tamaño de mercado^{vii}, datos que igualmente difieren según el enfoque o definición que se considere para la inversión de impacto. *GIIN* publica una encuesta anual sobre el tamaño del mercado de la inversión de impacto a nivel global. En mayo de 2018 publicó el último reporte revelando que 226 encuestados gestionaron 228,1 mil millones de dólares en activos de inversión de impacto. No obstante, cabe destacar que los reportes de *GIIN* se centran en inversiones de impacto con retornos financieros de mercado exclusivamente.

Según *Eurosif*,^{viii} la inversión de impacto sigue siendo un nicho de mercado en España con un volumen de actividades de 267 millones de euros en 2015, lo que representa el 0,27% del mercado europeo. Respecto a 2014, el mercado español ha experimentado un crecimiento del 67,4% y entre 2013 y 2015, un tasa de crecimiento anual compuesto (*CAGR*) de más del 75%. Europa ha presentado un *CAGR* en el mismo periodo de más del 385%, siendo Holanda y Dinamarca los con mayor peso -más del 70% mercado europeo-. Sin embargo, la encuesta de *Eurosif* no tiene en cuenta las inversiones de impacto realizadas ni por el sector público, ni el filantrópico sino

^{vi} Dagers, J. & Nicholls, A. 2016. "The landscape of social impact investment research", SAID Business School, University of Oxford.

^{vii} Para datos más recientes sobre el tamaño de mercado ver informe final

^{viii} *Eurosif*, 2016. European SRI Study 2016. *Eurosif*.

únicamente las inversiones realizadas por inversores profesionales del sector privado. Por lo tanto, las cifras presentadas pueden estar por debajo del tamaño real del mercado.

EVPA realiza también encuestas enfocadas al estado de la *venture philanthropy*, además de la inversión de impacto, en Europa. El último informe publicado en 2016 reveló que 108 organizaciones asignaron 6.500 millones de euros desde que comenzaron sus operaciones, 30% más que en 2013.

En España destaca el informe realizado por Spainsif en 2015 sobre las inversiones de impacto a nivel nacional. Sin embargo, su alcance difiere al nuestro, puesto que se centra en la inversión socialmente responsable (ISR) en España,^{ix} incluyendo la inversión de impacto como estrategia ISR.

El punto de partida de este informe es el primer mapa publicado en 2012^x por la Fundación Compromiso y Transparencia (Ruiz de Munain y Martín Cavanna), que concluía que el mercado español se encontraba en una fase incipiente de desarrollo, donde la creación de una estructura de mercado sólida resultaría por tanto crucial para el éxito del sector. En cuanto a la oferta de capital, concluía que las fundaciones, instituciones financieras y fondos de inversión interesados en la inversión de impacto en España se encuadraban, por regla general, dentro de la categoría de inversores con motivación de impacto (*impact first*). Por sectores, la inversión se centraba en proyectos relacionados con: la inserción socio-laboral de colectivos en riesgo de exclusión, las tecnologías de la información, la inclusión financiera, y la sostenibilidad medioambiental.

Actores de la oferta de capital

Como ilustra la figura 2, la **oferta de capital en el ecosistema de la inversión de impacto** proviene de los siguientes actores:

- Administración Pública (a todos los niveles)
- Agente mayorista – fondo de fondos
- Banca
- Instituciones de cooperación al desarrollo
- *Family offices* – entidades que gestionan grandes patrimonios-
- Inversores institucionales
- Inversores minoristas

^{ix} Spainsif, 2015. "Informe sobre las inversiones de impacto en España", Spainsif.

^x Ruiz de Munain & Martín Cavanna, 2012. "Mapa de las inversiones de impacto en España", Fundación Compromiso y Transparencia.

- Fundaciones

Figura 2: La oferta en el ecosistema de las inversiones de impacto



Fuente: Social Impact Investment Taskforce Impact Investment 2014. "The Invisible Heart of Markets"

Propuesta de temas relacionados con la oferta de capital a analizar por Spain NAB

El presente trabajo tiene como objetivo presentar un **mapa de la oferta de capital** del ecosistema de la inversión de impacto en España y una **serie de recomendaciones preliminares** sobre dicha oferta para impulsarlo. Específicamente se presenta:

- Una breve descripción de la situación actual en el marco del GSG con casos pioneros internacionales.
- Actores de referencia y actores que empiezan a despuntar en el mercado español de la inversión de impacto.
- Factores que facilitan y obstaculizan las inversiones de impacto.
- Propuestas preliminares para cada grupo de actores.

La Administración Pública

Tanto el grupo de trabajo del G8 como cada uno de los países miembros del GSG coinciden plenamente, a pesar de sus distintas realidades políticas, que sin un liderazgo gubernamental el desarrollo del mercado de las inversiones de impacto será lento y su impacto limitado. Por tanto, el rol de la Administración Pública es clave para facilitar la inversión de impacto y eliminar barreras.

Desde el punto de vista de la oferta de capital, la Administración Pública puede jugar un papel crítico como proveedor de capital catalítico, es decir, creando fondos específicos de inversión de impacto con las condiciones necesarias para atraer a la inversión privada. A continuación, se describe a los principales actores del sector público, comenzando por el ámbito supranacional y descendiendo hasta el municipal.

La Unión Europea

Desde 2010, la Comisión Europea (CE), el Fondo Europeo de Inversión (FEI) y el Banco de Inversión Europeo (BEI) han lanzado una serie de iniciativas relativas a: instrumentos financieros, asesoramiento a las empresas sociales, e inversión de impacto, en áreas como: micro-finanzas, garantías, e instrumentos de capacitación para intermediarios e incubadoras sociales, y *business angels* sociales, bajo esquemas de co-inversión e instrumentos de pago basados en resultados.

El apoyo al emprendimiento social es un área prioritaria de acción para la Comisión Europea desde que 2011 lanzara la *Social Business Initiative*. Para abordar las necesidades de un mercado heterogéneo, la CE y el BEI han desarrollado una estrategia multi-producto, que abarca desde inversión de capital hasta garantías y préstamos, con el objetivo de cubrir todo el espectro de financiación requerido por las empresas sociales a lo largo de su ciclo de vida. Asimismo, apoyan el establecimiento de nuevos intermediarios de impacto, y canales de financiación alternativos para las empresas sociales, a fin de desarrollar el ecosistema de la inversión de impacto.

El 6 de junio de 2018, la CE emitió un reglamento sobre InvestEU,^{xi} para reunir bajo un mismo techo la multitud de instrumentos financieros disponibles actualmente para apoyar la inversión en la Unión Europea, con objeto de simplificar el proceso y otorgar mayor eficiencia y flexibilidad a la utilización de los mismos.

Hasta ahora, muchos de los instrumentos financieros se gestionan a través del FEI. Los principales instrumentos financieros disponibles como fuente para la inversión de impacto se detallan en el Anexo I.

España

Administración del Estado

^{xi} [http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-18-4010_es.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-18-4010_es.htm)

Entre los actores más relevantes dentro de la Administración del Estado que empiezan a despuntar en el ecosistema de las inversiones de impacto y que potencialmente pueden jugar un papel fundamental en el mismo, se encuentran: el Instituto de Crédito Oficial ICO y ENISA.

Instituto de Crédito Oficial (ICO)

El Instituto de Crédito Oficial (ICO) es una Entidad Pública Empresarial con personalidad jurídica, patrimonio, y tesorería propios, así como autonomía en la gestión, adscrita al Ministerio de Economía, Industria y Competitividad a través de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa. Sigue la operativa bancaria de mercado y se le aplica la misma normativa que a cualquier banco privado. Su objetivo es sostener y promover actividades económicas que contribuyan al crecimiento y a la mejora de la distribución de la riqueza nacional. Para poder alcanzar dichos fines, el ICO cumple una doble función: banco público y agencia financiera del Estado. El grupo ICO está constituido por tres siguientes entidades: Instituto de Crédito Oficial, Axis, y Fundación ICO.

Axis Participaciones Empresariales

Axis es una gestora de capital riesgo, la primera sociedad de capital riesgo constituida en España en 1986, participada al 100% por el Instituto de Crédito Oficial. Entre los fondos que gestiona Axis se destaca un fondo de fondos, el Fond-ICO Global es el primer fondo de fondos público de capital riesgo que se crea en España, dotado con 2.000 millones de euros con el objetivo de promover la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada, que realicen inversiones en empresas españolas en todas sus fases de desarrollo^{xii}. Este fondo de fondos gestionado por AXIS Participaciones Empresariales ha sido el catalizador para la creación de más de 40 nuevos fondos privados de capital riesgo, movilizándolo un total aproximado de 3.000 millones de euros. A través de este fondo, Axis participa en todo tipo de estrategias: incubación, transferencia de tecnología, venture capital, deuda, cubriendo así todo el ciclo de inversión de las empresas.

Axis ha empezado a trabajar con el Fondo Europeo de Inversión (FEI), para lanzar una iniciativa de co-inversión en fondos de impacto social. Para llevar a cabo esta iniciativa, Axis ha realizado un mapa de los fondos de impacto social existentes en España y aunque es un ecosistema incipiente, el sector público se ha fijado el objetivo de reforzarlo y promocionarlo. Desde octubre 2018, Axis está inmersa en un proceso de *due diligence* con el FEI que espera concluir a finales de 2018 o principios de 2019^{xiii}.

Además del Fond-ICO Global, el ICO gestiona el Fondo para la Promoción del Desarrollo

^{xii} <https://www.ico.es/web/ico/fond-ico-global>

^{xiii} Entrevista con Mercedes Storch, responsable de relación con inversores, AXIS Participaciones Empresariales SGEIC S.A. SME. 8 de octubre de 2018.

(FONPRODE) y es emisor de bonos sociales.

FONPRODE es un fondo estatal para la cooperación, que tiene a ICO como agente financiero (ver apartado internacional en párrafos posteriores) y prestador de servicios a los fondos contra-partes^{xiv}.

El ICO realizó la tercera emisión de bonos sociales en 2017; esta vez por importe de 500 millones de euros, con un cupón del 0,10%, y un plazo de cuatro años. Con esta operación, el ICO se convierte en el primer emisor que tiene en mercado tres transacciones de esta categoría con un volumen total de 2.000 millones de euros. El 49% de la transacción se ha colocado entre inversores acreditados como socialmente responsables (SRI)^{xv}.

ENISA

ENISA es una sociedad mercantil estatal –dependiente del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, a través de la Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa– que, desde 1982, participa activamente en la financiación de proyectos empresariales viables e innovadores.

Destaca su programa ENISA Emprendedores Sociales cuyo objetivo es dar apoyo financiero a las pymes que contemplen las necesidades sociales como eje central de su modelo de negocio, mediante un préstamo participativo cuyo importe mínimo es de 25.000 euros con un máximo de 100.000.

A nivel de la Administración General del Estado, los actores principales para canalizar financiación proveniente de los Fondos Estructurales de la Unión Europea -el Fondo Social Europeo (FSE) en particular- son: Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social, Ministerio de Hacienda y Función Pública, y Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación.

Administración autonómica

Los gobiernos autonómicos también han canalizado recursos destinados a actuaciones susceptibles de producir impacto social a través del establecimiento de fondos cofinanciados por los programas operativos (PO) regionales tanto del FEDER -Autoridad de Gestión del Fondo Europeo de Desarrollo Regional – como del FSE, y por la propia Administración central. Aunque existen varias iniciativas en el territorio español, destacamos las actividades de la Junta de Andalucía y la Comunidad Valenciana.

Agencia de Innovación y Desarrollo de Andalucía (IDEA)

En el actual período de programación de los Fondos Estructurales y de Inversión 2014-2020, la Junta de Andalucía ha aprobado la puesta en marcha de un instrumento

^{xiv} <https://www.ico.es/web/ico/fondo-para-la-promocion-del-desarrollo>

^{xv} <https://www.ico.es/web/ico/notas-de-prensa/-/blogs/el-ico-lanza-su-tercera-emision-de-bonos-sociales-por-importe-de-500-millones-de-euros>

financiero cofinanciado por el PO regional del FEDER, que va a ser gestionado por la agencia IDEA, destinado a otorgar apoyo financiero reembolsable a actuaciones susceptibles de contribuir al crecimiento económico y a la creación y mantenimiento de empleo, con un enfoque de sostenibilidad.

Instituto Valenciano de Finanzas (IVF)

El Instituto Valenciano de Finanzas va a gestionar dos fondos de fondos, creados por el Gobierno Regional de la Comunidad Valenciana, con 135 millones de euros a disposición de pymes y desempleados con proyectos emprendedores.

Administraciones provinciales

Al mismo tiempo, la Administración provincial juega un rol igualmente relevante destacando Seed Capital Bizkaia, la sociedad foral que ha lanzado varios fondos de apoyo a emprendimientos sociales.

Seed Capital Bizkaia

Seed Capital Bizkaia tiene como misión la promoción y desarrollo de empresas de nueva creación o existentes, enfocadas al desarrollo de proyectos de innovación, incluyendo la social, mediante la concesión de financiación y con el objetivo de contribuir a la creación de empleo estable y generación de riqueza en el territorio histórico de Vizcaya^{xvi}. Uno de los cuatro fondos que tiene Seed Bizkaia es el fondo de emprendimiento e innovación social, fondo de capital riesgo PYME, es el fondo específico de inversión de impacto, constituido en enero de 2014, con un patrimonio inicial de 1.650.000 euros aportados por la Diputación Foral de Vizcaya, para la promoción y consolidación de iniciativas empresariales socialmente innovadoras.

Administraciones municipales

Por último, dentro de la Administración municipal empiezan a despuntar casos innovadores como son los Ayuntamientos de Barcelona y Madrid que han emitido bonos verdes y sociales. Existen proyectos a nivel ayuntamiento para financiar bonos de impacto social, aunque todavía no se han lanzado.

Ayuntamiento de Barcelona

A finales de 2017, El Ayuntamiento de Barcelona formalizó las nuevas operaciones de endeudamiento del ejercicio por un valor global de 126.125.000 de euros, donde por primera vez en una Administración Pública en Cataluña se emitieron bonos sostenibles, por valor de 35 millones de euros y vencimiento a 10 años para financiar inversiones verdes y/o sociales, de acuerdo con los requisitos establecidos a nivel europeo y

^{xvi} <http://www.seedcapitalbizkaia.eus/que-es-seed-capital/>

auditados por entidades independientes^{xvii}. Esta iniciativa se enmarca en el plan de acción municipal 2016-2019 que fija los objetivos de la ciudad para generar desarrollo social y económico sostenible.

Ayuntamiento de Madrid

El Ayuntamiento de Madrid ha anunciado un proyecto que quiere destinar 86,5 millones de euros del presupuesto a préstamos y compra de acciones de empresas y fondos de inversión del sector de la economía social^{xviii}. Concretamente, se pretende asignar 30 millones de euros a emprendedores con proyectos de innovación social que generen impacto positivo en Madrid; 50 millones de euros a inversiones de eficiencia energética y adaptación al cambio climático, y 5 millones de euros a promover las actividades culturales.

Recomendaciones estratégicas

Dado el potencial del sector público, las recomendaciones estratégicas que se hacen son:

- Estudiar cómo canalizar fondos públicos existentes hacia la inversión de impacto social. Una primera propuesta en esta línea sería explorar la posibilidad del lanzamiento de un programa dentro de Fond-ICO Global específicamente para apoyar fondos de impacto social.
- Promover la utilización de los fondos estructurales de la UE a través de las Administraciones del Estado y los gobiernos regionales para crear vehículos de inversión dedicados al desarrollo del emprendimiento social.
- Promover entre las administraciones provinciales la creación de fondos de apoyo a emprendimientos sociales

Agente mayorista

Todos los *NAB* coinciden en crear un agente mayorista de inversión de impacto a nivel nacional, cuya fuente principal de capital sean las cuentas inactivas que existen en el país. El mayorista debe constituirse como un fondo de fondos que invierta en intermediarios financieros, que a su vez tomen posiciones en empresas sociales y proyectos de impacto para abordar problemas sociales en ese país. Debe, además, actuar como líder del mercado estimulando la creación de intermediarios especializados para facilitar el acceso al capital. Este actor aún no existe en España. Todos los informes de los *NAB* mencionan la creación de *Big Society Capital* en Reino Unido, como un

^{xvii} EFE- La Vanguardia, 2017. “Barcelona emite bonos verdes y sociales por valor de 35 millones”, La Vanguardia.

^{xviii} Constantini, L. 2018. “Carmena quiere entrar en el capital de empresas de economía social”, El País.

ejemplo a seguir. Portugal, Japón, Australia, y América Latina han seguido el ejemplo de Reino Unido, creando un mayorista líder de mercado para promover la inversión de impacto en sus países. Es importante que la estrategia de actuación del mayorista este en línea con el grado de madurez del mercado; con pocos intermediarios el mayorista tiene que enfocarse más en la construcción del mercado mediante subvenciones y *venture philanthropy* en una fase inicial. Si el fondeo del mayorista proviene de la Administración Pública, como en el caso portugués, pueden existir barreras regulatorias que impidan ciertas actuaciones. Finalmente, dependiendo del tipo de financiación, el mayorista puede necesitar generar rentabilidad – para devolver el dinero invertido a sus inversores (ej. bancos o a propietarios no identificados de las cuentas inactivas que puedan reclamarlas en el futuro en el caso del Reino Unido.)

Big Society Capital

Big Society Capital se creó en el Reino Unido en 2012, es una institución financiera independiente que se financió con 600 millones de libras mediante la reserva de 400 millones de libras provenientes de cuentas bancarias inactivas y 200 millones de libras de cuatro bancos -Barclays, HSBC, Lloyds Bank, y Royal Bank of Scotland-. Este fondo de fondos apoya a los intermediarios financieros de inversión de impacto para que sean financieramente sólidos y canalicen efectivamente el capital al sector social. Tiene también como objetivo aumentar la confianza en la inversión de impacto social mediante la promoción de buenas prácticas y el intercambio de información, diseñar productos financieros innovadores que respondan a las necesidades de las empresas sociales, mejorar los vínculos entre la inversión de impacto social y los principales mercados financieros, y trabajar con otros inversores para integrar la medición de impacto social en el proceso de toma de decisiones de inversión^{xix}.

Un aspecto fundamental para crear un fondo de fondos es la introducción de una ley de cuentas inactivas -como el *Dormant Bank and Building Society Accounts Act* del Reino Unido-, que permita utilizar las cuentas inactivas para la creación de un banco mayorista de inversión de impacto. Esta ley que fue aprobada en noviembre de 2008, permite que un fondo de recuperación establecido por el Gobierno recaude y redistribuya las cuentas bancarias no reclamadas. Sir Ronald Cohen estableció una Comisión sobre Activos No Reclamados en 2005 que, después de consultar ampliamente, produjo un informe recomendando al Gobierno considerar el uso de cuentas inactivas para establecer un banco de inversión social, lo que resultó en la creación de *Big Society Capital*.

^{xix} *Big Society Capital, 2016. Annual Review.*

Hasta 2018, *Big Society Capital* ha movilizado más de 1.000 millones de libras, con 586 millones de libras extraídos de sus activos –comparado con 213 millones de libras en 2011/2012- y capital de co-inversores a 2.3x^{xx}.

Portugal Inovação Social

Un ejemplo que demuestra cómo utilizar los fondos estructurales de la UE para crear un mayorista es *Portugal Inovação Social*, una iniciativa del gobierno portugués para catalizar la innovación social y la inversión de impacto y abordar así la carencia de financiación para las empresas sociales, utilizando 150 millones de euros de los fondos estructurales del FSE. En julio de 2017, ya había 35 proyectos de innovación social que habían recibido 10 millones de euros en *venture philanthropy* a medio plazo, tres nuevas intervenciones sociales financiadas con 1,5 millones de euros del fondo para bonos de impacto social, y 168 solicitudes elegibles destinadas a recibir hasta 7,8 millones de euros para financiar iniciativas de capacitación.^{xxi}

Japón

En diciembre de 2016, Japón aprobó la Ley de Utilización de Depósitos Inactivos, que entrará en vigencia a mediados de 2018. Se cree que el volumen de depósitos inactivos es tres veces mayor que el del Reino Unido. Como resultado, hasta 700 millones de dólares anuales se canalizarán hacia el sector privado en forma de subvenciones, préstamos, y capital con el objetivo de abordar cuestiones sociales, según el *NAB* de Japón del *GSG*^{xxii}.

Impact Capital Australia

En 2015 el grupo de trabajo australiano publicó un informe que describía el concepto para el recientemente llamado *Impact Capital Australia* o *ICA*, el agente mayorista de inversión de impacto australiano^{xxiii}. La visión de *ICA* es crear una organización nueva e independiente con un capital de 300 millones de dólares australianos, una misión, y un mandato para impulsar el mercado hacia el impacto a escala. Sus dos roles principales serían inversor y líder de mercado. Las fuentes de capital para *ICA* provendrán del gobierno (50%); instituciones financieras principales (40%); y el sector comunitario, la filantropía y otros inversores (10%).

LIFF LatAm

^{xx} Barth, B., Cruz Ferreira, J., Miguel, A., 2018. “Cross-sector collaboration for better social outcomes”, *Maze, EVPA*.

^{xxi} OECD, 2017. “Boosting Social Enterprise Development, good practice compendium”. OECD.

^{xxii} Kajimoto, T. y Umekawa, T. 2018. “Japan urged to tap dormant bank accounts to promote impact investment, Reuters.

^{xxiii} Addis, R., McCutchan, S. y Munro, P. (2015). “Blueprint to market impact capital Australia”, *Impact Investing Australia*.

El mayorista latinoamericano LIFF se encuentra en las primeras etapas de diseño y se visualiza como la entidad matriz para tres vehículos: un fondo de fondos para capital, deuda, y bonos de impacto social, respectivamente. Actuará como fondo catalítico para la región de LatAm (América Latina) con el fin de movilizar capital de impacto, desarrollar tanto intermediarios, como empresas de impacto más fuertes, y crear casos que se conviertan en una referencia a seguir en el sector de la inversión de impacto.^{xxiv}

Recomendación estratégica

- Una recomendación estratégica sería por tanto explorar con la Administración Pública el lanzamiento de un fondo de fondos español. El diseño del mayorista tiene que tener en cuenta el grado de madurez del mercado español para adecuar las cantidades y los instrumentos financieros propuestos a la realidad del ecosistema.

La banca

Los bancos son potencialmente un pilar esencial de la inversión de impacto puesto que poseen acceso a grandes cantidades de capital -financiero, humano y social- que pueden utilizarse para apoyar, desarrollar, y hacer crecer el sector.

Se espera que la mayor parte de la actividad bancaria en el sector de la inversión de impacto provenga de la **banca privada**,^{xxv} sobre todo por el fuerte y creciente interés de sus clientes - fundaciones, *family offices*, o grandes fortunas- que están a la vanguardia de la inversión de impacto.

Al mismo tiempo, en los últimos años han empezado a aparecer prácticas punteras entre los bancos comerciales y de inversión que van más allá de la filantropía tradicional y la Responsabilidad Social Empresarial (RSE), integrando la inversión de impacto dentro de su actividad comercial principal. La experiencia y conocimiento de los bancos pueden ser utilizados para invertir en emprendimientos sociales o para establecer proyectos internos innovadores integrados en su actividad comercial.

Además, debido a que tienen acceso a su propio capital paciente, pueden adoptar un enfoque de inversión de impacto a largo plazo utilizando una combinación de diferentes herramientas de financiación, involucrando tanto a sus fundaciones como a las unidades de negocio para invertir en organizaciones con fines sociales o para crear iniciativas de inversión social interna, tanto directamente como indirectamente, a través de fondos.

Banca privada

^{xxiv} Tora, C. 2018. *GSG: “How we grow the global impact investment ecosystem”*, presentación en el evento España y la inversión de impacto social, Madrid, 8 de mayo de 2018.

^{xxv} Buckland, L. 2014. *“Social impact strategies for Banks, venture philanthropy and social investment”*, European Venture Philanthropy Association EVPA.

Como respuesta a la creciente demanda por parte de sus clientes -sobre todo grandes fortunas y *millenials*- los bancos privados han encontrado sectores de inversión de impacto más maduros, como el microcrédito un producto de riesgo/retorno con mayor *track record* -histórico- y estandarizado.

Además de la inmadurez del mercado, existe una barrera organizativa/cultural dentro de la banca privada impuesta por los gestores que se relacionan directamente con los clientes.^{xxvi} La mayoría de estos gestores no incluyen la inversión de impacto dentro de las conversaciones con sus clientes, dado que los retornos financieros de las inversiones de impacto pueden ser menores que los de las inversiones tradicionales y hay una falta de oferta de producto.

Sin embargo, algunos de los bancos privados más grandes han sido pioneros al conformar unidades que combinan filantropía, inversión socialmente responsable, e inversión de impacto. Destaca el caso de UBS, la entidad financiera suiza, ofrece un servicio especializado en inversión de impacto a las ultra grandes fortunas a nivel global.

En España destaca el área de banca privada de CaixaBank. En su caso, la limitación viene dada más bien por la dificultad de tener producto idóneo en cantidad suficiente que por el retorno financiero, que suele ser razonable y poco correlacionado con las estrategias tradicionales y que, por tanto, contribuyen a la diversificación de las carteras de los clientes.

UBS: Service for UHNW

En la actualidad, UBS es el gestor de patrimonios más grande del mundo, brindando asesoramiento financiero y soluciones a clientes con grandes fortunas, institucionales y corporativos, en todo el mundo. En el Foro Económico Mundial de 2017, Axel Weber, presidente de UBS, comprometió al menos 5 mil millones de dólares de activos de clientes para financiar inversiones de impacto relacionadas con los Objetivos de Desarrollo Sostenibles (ODS) para el año 2021.

Entre las iniciativas destinadas a cumplir con este objetivo, están Align17, una plataforma de inversión filantrópica y de impacto que lanzó en enero de 2017 y tiene como objetivo conectar a los inversores públicos, institucionales, y de riqueza privada con oportunidades de inversión relacionadas con los ODS.

Dentro del área de banca privada, UBS ofrece servicios específicamente dirigidos a clientes de ultra grandes fortunas (*Ultra High Net Worth –UHNW*). Entre estos servicios está *The Global Philanthropists Community*, que constituye la red privada más grande del mundo, con más de 400 miembros, exclusivamente para filántropos e inversores sociales. Esta comunidad trabaja con *UBS Optimus Foundation* a través de distintos vehículos que van desde la donación hasta la posibilidad de generar retornos

^{xxvi} Buckland, L. 2014. “Social impact strategies for Banks, venture philanthropy and social investment”, European Venture Philanthropy Association EVPA.

financieros además de impacto social, a través de programas relacionados con la misión (*MRI*), o a través de la co-financiación de bonos de impacto. El bono de impacto de desarrollo de *Optimus Foundation* para la salud materna y del recién nacido es una iniciativa que ya ha proporcionado 3.5 millones de dólares en fondos para dos ONG sociales y se espera que impacte hasta 600.000 mujeres embarazadas en la India rural.

Otra iniciativa es *The Social Success Note*, un instrumento de financiación que tiene como objetivo suministrar agua potable a 1,4 millones de niños de Uganda, en edad escolar. Mediante este instrumento se alinean los intereses de la empresa social y los inversores a la vez que se utiliza el sistema de pago por resultados.

Impact Water es la empresa social que vende, instala y mantiene sistemas de purificación de agua respetuosos con el medio ambiente en las escuelas de Uganda. *UBS Optimus Foundation Network* otorgará a *Impact Water*, un préstamo de 500,000 dólares, para que pueda seguir vendiendo, instalando y manteniendo sistemas de filtración de agua en las escuelas de Uganda. La fundación Rockefeller será el pagador por resultados, dando 200,000 dólares al inversor (*UBS Optimus Foundation*) y a la empresa social (*Impact Water*) si se alcanzan los objetivos acordados. *Yunus Social Business* estará a cargo del monitoreo y la evaluación durante 5 años.

CaixaBank Banca Privada

A finales de 2016 CaixaBank Banca Privada lanzó el “Proyecto de Valor Social”, un servicio global de asesoramiento para sus clientes en filantropía, inversión socialmente responsable (ISR), e inversión de impacto. El objetivo final que se perseguía desde el inicio del proyecto era diseñar una metodología que permitiera aplicar a la filantropía los mismos criterios y principios por los que se rigen el resto de las inversiones patrimoniales en la entidad. Como resultado, se creó un equipo exclusivo dentro de CaixaBank Banca Privada que ofrece una tipología de productos y servicios filantrópicos, a través de los cuales el cliente puede elaborar su propio proyecto de valor social. Por tanto, todo proyecto filantrópico debe incorporar unos objetivos concretos, un seguimiento periódico, y una medición del impacto.

Los clientes de CaixaBank se muestran muy interesados por el servicio, pero son conscientes de que todavía les falta conocimiento al respecto. Por esta razón CaixaBank Banca Privada ofrece a sus clientes acceso a formación y a eventos para ampliar su conocimiento sobre los ámbitos de su interés,^{xxvii} además del acceso a conocimiento experto a través de convenios de colaboración con *partners*, como la Fundación Bancaria “la Caixa”, Forética, la Asociación Española de Fundaciones, y La Bolsa Social.

Una barrera para expandir la inversión de impacto es la insuficiente oferta de producto que cumpla con todos los requisitos de riesgo y cualificación que son necesarios para su

^{xxvii} Europa Press, 2016. “CaixaBank lanza un servicio de asesoramiento en filantropía para sus clientes de banca privada”, Europa Press.

comercialización. Se trata de una tipología de producto que sólo se puede ofrecer a clientes con un nivel adecuado de conocimientos y de patrimonio financiero.

A principios de este año 2018, CaixaBank Banca Privada comercializó el primer vehículo de inversión de impacto. Se trata de un fondo de eficiencia energética en España. Actualmente, están preparando el lanzamiento de nuevos vehículos, con el foco puesto en micro-finanzas y energías alternativas.

Recomendaciones estratégicas para banca privada

- Educar a los departamentos de banca privada de los principales bancos españoles en la nueva filantropía para que la inversión de impacto pase a ser una propuesta clave en la asignación de activos de los clientes.
- Educar a los clientes.

Banca comercial

Aunque en general, los bancos comerciales están arraigados en las comunidades locales y tienen un historial de préstamos a pymes comerciales, no otorgan préstamos a las empresas sociales. Los comités de crédito de los bancos y los sistemas de provisión de crédito representan una barrera para dichos préstamos por lo que cada vez más, los bancos minoristas establecen unidades de préstamos especiales para apoyar a emprendedores sociales, o desarrollan programas e iniciativas en lugar de desarrollar una nueva línea de negocio. Para desarrollar estos programas, utilizan capital filantrópico (a través de sus fundaciones), o utilizan capital propio para respaldarlos.

Por otro lado, dentro de las líneas de negocio de muchos bancos comerciales europeos están las micro-finanzas como una propuesta viable y sostenible. El enfoque para la participación en el sector micro-financiero ha sido distinto para cada banco. Algunos bancos otorgan préstamos directamente a clientes de bajos ingresos, pero la mayoría los otorga indirectamente a través de intermediarios de micro-finanzas.

Algunas iniciativas se caracterizan por la creación de un equipo especializado utilizando su propio capital o a través de sus fundaciones. Muchas de estas iniciativas empiezan a incluir préstamos a emprendedores sociales. Sin embargo, las políticas de crédito de los bancos comerciales no se han adaptado para incentivar los préstamos a empresas sociales, lo cual puede estar relacionado tanto con barreras culturales dentro de la organización (donde “social” se trata con cierta sospecha) como con la inmadurez del mercado, particularmente en ciertos países de Europa donde la empresa social y la inversión de impacto aún son incipientes, indecisas, y relativamente poco entendidas.^{xxviii}

^{xxviii} Buckland, L. 2014. “Social impact strategies for Banks, venture philanthropy and social investment”, European Venture Philanthropy Association EVPA

Los beneficios de implicarse en la inversión de impacto se han cristalizado en términos de mejora de la marca, así como desarrollo de habilidades internas, y cooperación entre departamentos. Además, los bancos han podido demostrar de manera concreta a sus clientes que están comprometidos con la mejora de la sociedad.

Banca ética

Los Bancos éticos son “bancos sociales” en el sentido de que son creados y puestos en marcha por iniciativa de la sociedad civil organizada que participa directamente en su gestión.^{xxix} En este marco, los miembros de la Federación europea de bancos éticos y alternativos, basan su funcionamiento en la “Carta europea de la banca ética”, que contiene principios sobre gobernanza y estrategia de inversión.

Triodos Bank

Triodos Bank es un banco europeo con sede en los Países Bajos y sucursales en Bélgica, Reino Unido, España, y Alemania. Desde su fundación en 1980, se creó como banca ética y sostenible, cuya misión es activar el dinero en beneficio de las personas y el medio ambiente. En 2017, Triodos Bank obtuvo una rentabilidad del 3,9% y un crecimiento sostenido que ha llevado a un aumento del 8% en los activos bajo gestión. Opera tres líneas de negocio:

- Banca minorista con productos de ahorro, inversión y operativa, tanto para particulares como instituciones, así como servicios de valor añadido como el Consumo Responsable Triodos o la donación de intereses.
- Financiación especializada a empresas y organizaciones que trabajan en los ámbitos social, cultural y ambiental, así como hipotecas sostenibles a particulares.
- Inversión Socialmente Responsable mediante estrictos criterios de inversión sostenible en el análisis de empresas que forman parte de su cartera de inversión. Además, establece un diálogo activo con estas empresas para promover mejoras en sus políticas sociales, ambientales, y de buen gobierno.

Si bien el sector de la banca ética es pequeño en comparación con el sector bancario convencional, ofrece un ejemplo sobre un modelo bancario que combina rendimientos financieros y sociales, demuestra que es posible generar rendimientos razonables y sostenibles prestando e invirtiendo en organizaciones sociales.

Fiare Banca Ética

Fiare Banca Ética^{xxx} surgió de la unión de dos proyectos basados en las finanzas éticas: *Banca Popolare Etica* y *Fiare* que operaba en España desde el 2005. Ambas iniciativas pretenden ser "herramientas al servicio de la transformación social a través de la

^{xxix} Fiare, 2014. “La banca ética y social: el proyecto Fiare hoy” , econz.unizar.es

^{xxx} <https://www.fiarebancaetica.coop>

financiación de proyectos de la economía social y solidaria y la promoción de una cultura de la intermediación financiera, bajo los principios de la transparencia, la participación, la democracia, y el crédito como derecho”.

Para la concesión de créditos, Fiare evalúa el mérito crediticio en función tanto de elementos económicos -análisis técnico- como de elementos no económicos -evaluación de la sensibilidad social, ambiental, ética- de los proyectos. Así, la entidad se compromete a no financiar proyectos que estén vinculados con la producción de armas, con la cría intensiva de animales, o con energías no renovables.

La participación de los socios en la elaboración de los criterios de evaluación socio-ambiental, y en todo el proceso de evaluación del impacto de un proyecto financiado, es una característica única de Banca Ética ya que promueve y actúa bajo los principios cooperativos.^{xxxí}

Caixa MicroBank

La Caixa MicroBank se creó en 2007 como banco social para canalizar la actividad de microcréditos que hasta ese momento venía realizando la Caixa a través de su Obra Social, con el objetivo de potenciar esta labor con el rigor y sostenibilidad propios de una entidad bancaria. En su último reporte anual de 2015 destaca que, en los últimos 8 años, se han concedido 428.310 préstamos por importe de 2.365,6 millones de euros, entre microcréditos a personas y familias, y microcréditos a emprendedores.

Además, los productos de MicroBank se venden a través de los canales existentes de La Caixa y comparten sistemas de respaldo y técnicas de calificación crediticia. La Fundación La Caixa también participa, por ejemplo, en el desarrollo de un producto de fondo ético vendido por MicroBank donde los clientes de La Caixa realizan una inversión socialmente responsable (con un mínimo de 600 euros), y el 25% de su comisión es financiado por la Fundación La Caixa para donar a proyectos de ONG.^{xxxii}

Recomendaciones estratégicas para banca comercial

- Eliminar barreras adaptando las políticas de crédito a la realidad de la empresa social.
- Promoción, capacitación, y creación de conciencia sobre inversión de impacto.

Banca de inversión

Se puede afirmar que la innovación financiera es un factor fundamental presente en los bancos de inversión cuya cultura en general favorece las nuevas ideas y tendencias. Estas características pueden ser la clave para comprender por qué se han adoptado las

^{xxxí} Economistas sin fronteras, 2017. “ La inversión de impacto”, Dossier Dossieres EsF n.o 27, Otoño 2017

^{xxxii} Microbank, Informe anual 2016. https://www.microbank.com/Informe_Anual_2016_es.pdf

inversiones de impacto.^{xxxiii} Dado que el objetivo final y la motivación de los bancos de inversión es desarrollar productos y servicios para vender a clientes -privados e institucionales-, algunos bancos líderes han empezado a desarrollar productos de impacto.

Aunque existen barreras que provienen tanto de las propias características de las inversiones de impacto como del sector de la banca de inversión, cada vez hay más iniciativas para superarlas. Entre estas barreras está la necesidad de medir el impacto social y de garantizar el rendimiento financiero que requiere un alto nivel de gestión y supervisión activas. Además, los niveles de financiación en la inversión de impacto son generalmente pequeños en comparación con las transacciones bancarias convencionales. Por otro lado, los bancos de inversión no están configurados para hacer inversiones relativamente pequeñas, están configurados para grandes productos, enfocados en la escala, y los rendimientos competitivos del mercado.^{xxxiv} Por tanto, en teoría, hay demanda de inversión de impacto, pero en realidad no hay suficientes productos, o al menos las personas que los tienen no pueden ponerlos en la plataforma de los grandes bancos.^{xxxv}

Entre las diversas iniciativas pioneras que empiezan a superar dichas barreras podemos citar los casos de J.P Morgan y Credit Suisse.

J.P. Morgan Chase & Co.

La línea de negocio de banca corporativa y de inversión de J.P. Morgan creó la unidad de *Social Finance* en 2007 con el convencimiento de que el banco debería jugar un papel más importante para ayudar a desarrollar la financiación del sector de inversión de impacto. La unidad empezó invirtiendo el propio capital de J.P. Morgan en fondos de inversión de impacto centrados en servicios financieros, salud, y agricultura, con el objetivo de lograr un retorno financiero y un impacto positivo y medible para las comunidades más desamparadas.

En 2012, el banco hizo un cambio estratégico con el fin de aprovechar al máximo todos los recursos de la empresa, incluidos sus datos y la experiencia de sus empleados, y así desarrollar iniciativas a largo plazo centradas en la creación de un crecimiento económico más inclusivo. A partir de entonces las inversiones de impacto de JP Morgan se enmarcarían dentro de un modelo integral que denominan *modelo para el impacto*, el cual abarca cuatro áreas clave: empleos y habilidades, revitalización de vecindarios, expansión de pequeñas empresas, y salud financiera.^{xxxvi}

Siguiendo este modelo, JP Morgan asignó 150 millones de dólares para el crecimiento inclusivo de la ciudad de Detroit capacitando a los residentes con habilidades para

^{xxxiii} Buckland, L. 2014. "Social impact strategies for Banks, venture philanthropy and social investment", European Venture Philanthropy Association EVPA.

^{xxxiv} Singh, J. 2018. Building an impact investing business that makes a real difference, INSEAD Knowledge,

^{xxxv} White, A. 2017. Big Banks could do better on impact investment, PhilanthropyAge.

^{xxxvi} Dimon, J. y Scher, P. 2017: The Biggest Lesson We Learned From Investing in Detroit, Fortune

trabajos a demanda, ayudando a los propietarios de pequeñas empresas minoritarias a crecer, y proporcionando capital a proyectos de vivienda y comercio minorista para crear vecindarios habitables, inclusivos, y sostenibles.

En 2012, menos del 40% de sus iniciativas se dedicaron a estos cuatro pilares mientras que en 2017 era del 95% alcanzando aproximadamente 250 millones de dólares anuales.

Actualmente JP Morgan está escalando su *modelo para el impacto*, anunciando a principios de 2018 que invertirá un total de 1.75 mil millones de dólares en los próximos cinco años para ayudar a impulsar el crecimiento económico inclusivo.^{xxxvii}

Credit Suisse

La inversión de impacto en Credit Suisse se originó en el sector de micro-finanzas. En 2002, cofundó *responsAbility Social Investments AG*, un gestor de activos especializado en financiación para el desarrollo en economías emergentes. En la actualidad *responsAbility* gestiona más de 3.000 millones de dólares de activos invertidos en más de 560 empresas, en 96 países. Las soluciones de inversión de la empresa suministran financiamiento de deuda y capital a empresas que no cotizan en bolsa y que operan mediante modelos de negocios inclusivos en economías emergentes y en desarrollo. Se enfoca en tres sectores de inversión: agricultura, servicios financieros, y energía.^{xxxviii}

Con el tiempo, la inversión de impacto en Credit Suisse se expandió más allá de las micro-finanzas.^{xxxix} En 2017, estableció el Departamento de Asesoramiento y Finanzas de Impacto (IAF, por sus siglas en inglés), cuyo objetivo es facilitar proyectos e iniciativas que tengan un impacto económico y social positivo, así como generar un rendimiento financiero. IAF reporta directamente al CEO y dirige y coordina actividades en todo el grupo. Al expandir la inversión de impacto y las actividades comerciales sostenibles en todo el grupo, IAF busca beneficiar a los clientes corporativos, institucionales, y de banca privada. El negocio de inversión de impacto de Credit Suisse incluye alrededor de 3,3 mil millones de dólares en fondos de inversión y vehículos administrados por Credit Suisse, y suponía más de 670 millones de dólares en holdings de clientes a fines del 2017. Las áreas de inversión de impacto son inclusión financiera, educación, preservación de los ecosistemas, agricultura, empresas sociales, y energías renovables.^{xl}

Recomendaciones estratégicas para la banca de inversión

^{xxxvii} JPMorgan Chase & Co, 2017 corporate responsibility report.

^{xxxviii} <https://www.responsability.com/en>

^{xxxix} Singh, J. Y Bilkes, J. 2017 Credit Suisse: building an impact investing business in Asia, INSEAD Case Harvard Business Review.

^{xl} <https://www.credit-suisse.com/corporate/en/responsibility/banking/sustainable-products-services.html>

- Desarrollar conocimiento y experiencia en inversión de impacto aplicando experiencia en innovación financiera y estructuración con el fin de ayudar a desarrollar productos específicos.
- Desarrollar productos nuevos que encajen dentro de los requisitos de riesgo y cualificación.

Recomendaciones estratégicas a la banca en general

- Educar a los departamentos de banca privada de los principales bancos españoles en la nueva filantropía para que la inversión de impacto pase a ser una propuesta clave en el *asset allocation* (asignación de cartera) de los clientes.
- Adaptar la política de créditos de la banca comercial para ofrecer productos a las empresas sociales.
- Ayudar a estructurar y lanzar nuevos productos a las empresas sociales utilizando la experiencia de la banca de inversión.
- Promover la inversión de impacto entre los clientes de la banca en general.

Instituciones financieras de cooperación al desarrollo

Las instituciones financieras de desarrollo, tanto bilaterales como multilaterales, en el apoyo al sector privado, están facilitando una financiación específica para el desarrollo de la pequeña y mediana empresa en los países en vías de desarrollo, a través de la provisión de productos financieros destinados a compañías sin acceso suficiente a fuentes de capital privado, y de la provisión de asistencia técnica y asesoría para hacer frente a los conocimientos técnicos esenciales.^{xli}

Aunque muchas instituciones financieras de cooperación al desarrollo llevan realizando inversiones para el desarrollo desde hace décadas, algunas comienzan a distinguir dentro de estas inversiones, aquellas que encajan dentro de la definición estricta de inversión de impacto – aquella que es intencional, establece objetivos de resultados sociales y financieros, y sistemas de medición de logros.

Así en los últimos años, las instituciones financieras de cooperación al desarrollo han empezado a crear nuevos modelos de inversión y a establecer asociaciones entre los sectores público, privado, y tercer sector o sin ánimo de lucro. Hay un número creciente de fondos de inversión de impacto y vehículos respaldados por instituciones de desarrollo que invierten en empresas locales de países en desarrollo, generando así

^{xli} Martín Carretero y Fabra Portela, 2016. “El Fonprode y el apoyo financiero al sector privado desde la cooperación Española”, Revista ICE.

oportunidades de empleo e ingresos para la base de la pirámide (BdP), financian proyectos de reducción de emisiones de carbono, y están enfocados en obtener un retorno tanto financiero como social.

Ejemplos Internacionales

Entre estas instituciones destacan por ejemplo el Departamento para el Desarrollo Internacional del Reino Unido (DFID) y la agencia Sueca de cooperación al desarrollo internacional (SIDA).

Departamento para el Desarrollo Internacional del Reino Unido (DFID)

La misión del Departamento para el Desarrollo Internacional del Reino Unido (DFID) es acabar con la pobreza extrema abordando los desafíos globales de nuestro tiempo, incluidos la pobreza y la enfermedad, la migración masiva, la inseguridad, y el conflicto. Trabaja para construir un mundo más seguro, más saludable, y más próspero para las personas en los países en desarrollo y también en el Reino Unido.

El Impact program

El Departamento para el Desarrollo Internacional del Reino Unido (DFID) lanzó el Programa de Impacto en 2012^{xliii} con el objetivo de transformar el panorama de inversión de impacto social en el sur de Asia y el África subsahariana. El Programa de Impacto se compone de dos vehículos de inversión administrados por CDC, la Institución de Financiamiento para el Desarrollo del Reino Unido, y una gama de actividades de creación de mercado.

Los vehículos de inversión son el Fondo de Impacto (IF) que invierte en fondos y otros intermediarios con el potencial de generar impacto en países en desarrollo pero que aún no están en posición de atraer capital comercial y el *Impact Accelerator* (IA) que invierte directamente en oportunidades de alto desarrollo y comercialmente sostenibles. Sin embargo, aquí los riesgos son demasiado altos y/o los rendimientos financieros son demasiado bajos.

Además, el DFID ha lanzado fondos de asistencia técnica para el Fondo de Impacto en 2015, y para el *Impact Accelerator* en 2016. La asistencia técnica ayuda a pasar a la sostenibilidad comercial y a maximizar la probabilidad de que se logren los resultados de desarrollo perseguidos.

Agencia Sueca de Cooperación al Desarrollo Internacional (SIDA)

SIDA es una agencia gubernamental que trabaja en nombre del parlamento y el Gobierno sueco, con la misión de reducir la pobreza en el mundo. Entre los

^{xliii} <http://www.theimpactprogramme.org.uk>

instrumentos que utiliza para atraer capital privado están los fondos *Challenge funds* y los instrumentos de garantía.

Challenge funds

Para superar la falta sistémica de capital en muchos mercados en desarrollo y mejorar la innovación, SIDA utiliza los *challenge funds*^{xliii} con objeto de seleccionar emprendedores sociales que carecen del capital para iniciar su negocio o para escalar un proyecto pequeño, o para innovadores que desean contribuir a la sostenibilidad económica, ambiental y social en el mundo en desarrollo. Financia varios fondos con diferentes prioridades regionales y temáticas para que el desarrollo llegue al mayor número de personas posible.

Una de las razones para trabajar con *challenge funds* es descubrir soluciones innovadoras y poco convencionales para los problemas de desarrollo. Por lo tanto, este tipo de fondo acepta un mayor nivel de riesgo en la inversión que la mayoría de los demás fondos.

Muchos de estos fondos también ofrecen servicios adicionales a los beneficiarios, como asistencia técnica, reforzando la capacidad de los emprendedores sociales para escalar sus innovaciones comerciales.

Instrumentos de garantía

Las garantías^{xliv} le permiten a SIDA catalizar capital privado para financiar programas en el campo de: la salud, la pequeña empresa, la infraestructura sostenible, el medio ambiente, y el clima. Estas garantías reducen los riesgos que los bancos toman cuando prestan dinero, atrayendo capital privado para financiar y lanzar estos proyectos.

La garantía significa que SIDA, y por extensión, el Estado sueco, paga al acreedor garantizado, que generalmente es un banco, en caso de que el prestatario no realice su pago. Puede garantizar una variedad de riesgos, tales como riesgos de crédito y riesgos políticos, así como también estructuras más innovadoras donde el riesgo es absorbido por la garantía; por ejemplo, compromisos de mercado avanzados.

Además, puede actuar como co-garante junto con un donante, un banco de desarrollo, o una institución financiera de desarrollo.

España

^{xliii} <https://www.sida.se/English/partners/resources-for-all-partners/Challenge-Funds/>

^{xliv} SIDA, 2016. “*SIDA’s guarantee instrument*”, www.sida.se.

Las instituciones de cooperación al desarrollo españolas son igualmente punteras por los instrumentos que han creado recientemente. Concretamente, COFIDES está acreditada para cofinanciar proyectos con la UE en el marco del *blending*.

Al mismo tiempo, El FONPRODE, uno de los principales instrumentos financieros de la cooperación española, es administrado por la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID), con el apoyo de COFIDES.

COFIDES

La Compañía Española de Financiación del Desarrollo, COFIDES, es una sociedad mercantil estatal creada en 1988 cuyo objeto es facilitar financiación, a medio y largo plazo, a proyectos de inversión privados y viables en el exterior, en los que exista interés español con objeto de contribuir -con criterios de rentabilidad- al desarrollo de los países receptores de las inversiones y la internacionalización de las empresas españolas. El 54% de la participación de la sociedad pertenece a organizaciones del sector público (ICEX, ICO, ENISA, y CAF) y el restante 46% a empresas del sector privado (BBVA, Banco Santander, Banco Popular, Banco Sabadell).

Desde mayo de 2016, COFIDES está acreditada para cofinanciar proyectos con la Unión Europea en el marco del *blending*. Básicamente, el *blending* es un instrumento financiero que consiste en mezclar un componente de donación aportado por la Unión Europea con un componente de financiación reembolsable mediante préstamo o capital aportado por COFIDES. Las *blending facilities* son grandes fondos de dinero público para atraer capital privado, asumiendo riesgo en primera posición para disminuir el riesgo asumido por el capital privado, haciéndolo así más atractivo para éste. Las *blending facilities* han sido establecidas por el departamento de cooperación y desarrollo de la Unión Europea en el marco de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de Naciones Unidas para catalizar la inversión privada necesaria para cumplir con los mismos (hasta el momento, únicamente un tercio del capital necesario para alcanzar los ODS en 2030 está comprometido).

A través de los instrumentos utilizados se rebaja el riesgo del inversor privado mientras que se apalanca su retorno. Adicionalmente, se pone a disposición del proyecto de *blending* importes para asistencia técnica orientados a fortalecer a las entidades sociales y aumentar su impacto.

Por otro lado, COFIDES se encuentra en proceso de acreditación para el Fondo Verde para el Clima, otro mecanismo de *blended finance*, en este caso de Naciones Unidas, para financiar proyectos de mitigación y adaptación al cambio climático en países en desarrollo.^{xlv} El objetivo del Fondo Verde contra el Cambio Climático, GCF es movilizar 10.000 millones de euros antes de 2020.

José Carlos Villena, Subdirector de financiación al desarrollo de COFIDES destacó que la

^{xlv} Vidales, 2016. “Las posibilidades de financiación en el marco de la acreditación de COFIDES ante la UE”, Presentación desayuno de trabajo Cámara de Comercio, España.

UE está desarrollando un plan de inversión en el exterior donde se crearán ventanas de garantías para varios sectores mediante distintos instrumentos. Existe un objetivo inicial de otorgar hasta 1.500 millones de euros en programas de garantías en el marco del Fondo Europeo de Sostenibilidad y Desarrollo (EFSD). COFIDES considera muy necesario contar con la opinión del sector privado para el diseño de programas de garantías más adecuados. Asimismo, como entidad da apoyo en la gestión del Fondo para la Promoción del Desarrollo (FONPRODE), principal instrumento de cooperación en España y potencial fuente de financiación de proyectos de impacto.

Fondo Huruma de AECID-COFIDES

El primer proyecto aprobado por la Comisión Europea en el marco del *blending* consiste en la constitución de un fondo de inversión de impacto, Fondo Huruma de AECID – COFIDES con el objetivo de que las entidades financieras sean capaces de servir adecuadamente al segmento de agricultores pequeños o excluidos en Latinoamérica y Caribe, África Subsahariana, y Asia. Otro objetivo fundamental es catalizar más inversión privada hacia este campo de inversión de impacto. El asesor financiero de COFIDES para este proyecto será GAWA Capital, líder en España en inversión de impacto.

Se ha fijado como objetivo atraer una inversión total de 100 millones de euros,^{xlvi} incluyendo un tramo de primeras pérdidas de 10 millones aportados por la Unión Europea que únicamente se recuperará si el inversor privado obtiene una tasa interna de retorno del 4% anual. Adicionalmente, se aportará una deuda concesional de 20 millones de euros con un interés del 2,75%, de forma que todo el exceso de retorno que genere el fondo también irá al inversor privado, dejándolo en una posición muy favorable.

Al mismo tiempo, se creará una facilidad de asistencia técnica la cual contará con unos fondos adicionales de 10 millones de euros para aumentar el impacto social. Este dinero constituye una donación separada del fondo para proporcionar mejoras sociales a las entidades financieras en las que el fondo invierta, con el fin de que amplíen su impacto en la población rural excluida. Específicamente, a través de la mejora de sus productos financieros para alinear el ciclo de repago con el ciclo del flujo de caja de los pequeños productores; de la formación a los oficiales de crédito en materias relacionadas con la agricultura; y sus procesos y sistemas de riesgos para que la entidad pueda diversificar la financiación de pequeños productores.

FONPRODE

El Fondo para la Promoción del Desarrollo (FONPRODE) es una herramienta propia y al servicio de todo el sistema de la cooperación española, administrado por la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID), con el apoyo de COFIDES, con el objetivo fundamental de erradicar la pobreza, reducir las desigualdades e inequidades sociales entre personas y comunidades, y promover la igualdad de

^{xlvi} Entrevista a Agustín Vitórica, GAWA Capital, Junio de 2018.

género, la defensa de los derechos humanos y el desarrollo humano y sostenible de los países empobrecidos.

La política exterior de España se estructura en torno a dos grandes líneas estratégicas: la acción del Estado en el exterior y la cooperación internacional, para cuyo desarrollo se dotaron recursos presupuestarios en 2017 por importe de 1.522 millones de euros, lo que supone un incremento de 44 millones de euros, 3 % sobre el ejercicio anterior. Para el 2017, la política de cooperación al desarrollo contará con tres instrumentos presupuestarios fundamentales, entre ellos la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (Aecid), dotada con un presupuesto de 284 millones de euros. El Fondo para la Promoción del Desarrollo (FONPRODE), con cargo al cual se podrán autorizar operaciones por importe de 375 millones de euros.^{xlvii}

Recomendación estratégica

- Explorar cómo lograr el apoyo de COFIDES-AECID para nuevos fondos de impacto social orientados a países en vías de desarrollo con temáticas que permitan acceder a *blending*.

Family Offices

Las *family offices* internacionales demuestran un interés creciente en las inversiones de impacto social. El 28.3% de las *family offices* internacionales realiza inversión de impacto, con un enfoque cada vez mayor en la mejora del medio ambiente y alivio de la pobreza, siendo los Estados Unidos, y los mercados emergentes los más activos.^{xlviii} En Estados Unidos, un gran número de *family offices* ha demostrado interés en la inversión sostenible, responsable, y de impacto.^{xlix} Algunas se han unido a nuevas redes y/o han asistido a una o más conferencias, cada vez más numerosas, sobre este tema. Otras ya han realizado inversiones de impacto y se han mostrado interesadas por compartir sus experiencias con los demás. Invertir en impacto es una forma de unir a una familia en torno a una causa común y fomentar la participación intergeneracional en el *family office*. La inversión de impacto también les permite extender su trabajo orientado hacia la misión junto con actividades filantrópicas o de la fundación familiar. Anhelan solucionar problemas sociales mediante modelos empresariales puesto que sus fundadores son o han sido empresarios.

La generación de los *millennials* quiere realizar inversiones estratégicas con la intención de impactar positivamente al mundo. En una encuesta de 684 inversores, se descubrió que los *millennials* realizan más inversiones de impacto social que cualquier otro

^{xlvii} El Mundo.es. 2017. “Aumenta el presupuesto de Exteriores un 3,2% respecto al año anterior”, El Mundo.com.

^{xlviii} UBS, The Global Family Office Report 2017.

^{xlix} Farzana Hoque, 2016. “Family Offices and investing for impact: how to manage wealth, expand legacies and make a difference in the world”, US SIF Foundation

segmento de Estados Unidos, mientras que el 85% de los *millennials* que respondieron a la encuesta indicaron interés por este tipo de inversión.¹ Hay que añadir que esta generación de 75 millones de personas, probablemente se convertirá en la generación más rica de la historia de Estados Unidos. A medida que los *baby boomers* vayan transfiriendo 41 billones de dólares a sus herederos.

Blue Haven Initiative

Se define a sí misma como una empresa familiar innovadora por constituir una de las primeras *family offices* creadas con la inversión de impacto como su misión y enfoque. Invierte buscando tasas de mercado de rendimiento financiero, así como el máximo impacto social y ambiental. Sus áreas de interés incluyen bienes inmuebles asequibles y ecológicos, educación, energía y medio ambiente, inclusión financiera y salud. Para inversiones directas, la oficina familiar busca oportunidades en energías renovables e inclusión financiera en el este de África. Administra una cartera de inversión diversificada en todas las clases de activos. Liesel Pritzker Simmons, cofundadora y directora, se ha convertido en la voz de la generación de los *millennials* en la inversión de impacto.

España

Actualmente, existen dos modelos de *family office*, por un lado, el unifamiliar, desde donde se gestionan los asuntos financieros y personales de la familia generación tras generación; por otro lado, el multi *family office*, que consiste en recibir ayuda de una organización que vigila y asesora a varias empresas familiares basándose en soluciones, conocimientos, y servicio personalizado. Aunque no existen estudios que así lo confirmen, en España, las *family offices* se interesan cada vez por las inversiones de impacto. Por ejemplo, Portocolom,^{li} una empresa de asesoramiento financiero, cuya cartera de clientes incluye a *family offices* y familias con grandes patrimonios asegura que existe un gran interés entre ellas, puesto que quieren contribuir a solucionar los problemas sociales, pero también advierte que existe un gran desconocimiento sobre la inversión de impacto. Destaca que es importante que estos potenciales inversores estén informados sobre todos los actores que intervienen para evitar riesgos como el *impact wash*.

Otro reto que Portocolom destaca es la fiscalidad. A diferencia de las contribuciones filantrópicas que gozan de ventajas fiscales, invertir en fondos de impacto social tiene el mismo tratamiento fiscal que invertir en capital riesgo, el cuál es elevado.

¹ Landrum, S. 2016. "Why millennials care about social impact investing", Forbes.

^{li} Entrevista con Ana Guzmán Quintana, Directora Portocolom Impacto, Portocolom Asesores EAFI, 15 de octubre de 2018.

Finalmente, la medición de impacto es un reto que dificulta la labor de un asesor financiero, puesto que los fondos de impacto no utilizan unas métricas estandarizadas, lo cual no permite hacer comparaciones.

Entre las *family offices* que destacan en España están MDF Family Partners y Magallanes Value Investors.

MDF Family Partners

MDF Family Partners es una firma creada en 2008 y especializada en la gestión de altos patrimonios de grupos familiares. La empresa ha registrado un notable crecimiento en los últimos 10 años, al pasar de gestionar activos por valor de 100 millones de dólares en 2008 a cerca de 10.000 millones de dólares en 2018, con más de 100 grupos familiares como clientes y un centenar de profesionales. Este fuerte crecimiento se ha producido tanto en España como mediante alianzas con otras firmas especializadas, que le han llevado a tener presencia en EEUU (Nueva York y Miami), Reino Unido, Suiza y México, además de España (Madrid y Barcelona).

Maite Lacasa,ⁱⁱⁱ Managing Partner y Directora del Área de Fondos de MDF Family Partners destacó que las actividades de donaciones y/o fundacionales de las familias están totalmente separadas del mundo de la inversión. Su percepción es que el riesgo es muy alto. Hay falta de conocimiento además de que no existen ventajas fiscales. Se necesitan casos de éxito y *track record*. Las nuevas generaciones están claramente interesadas.

Magallanes Value Investors

Magallanes Value Investors ha creado el fondo Magallanes Impact Fund, su primer fondo de inversión de impacto, un fondo libre con vocación a largo plazo con liquidez, que invertirá en entidades micro-financieras que conceden microcréditos, principalmente a mujeres, en países en vía de desarrollo. Considera que es una oportunidad de ofrecer un producto que se adapta a las necesidades de sus clientes, de los cuales, entre el 60-70% proviene del mundo de los *family offices*. Para el lanzamiento de este fondo de impacto, Magallanes cuenta con el asesoramiento de GAWA Capital que además gestionará la cartera.

Recomendaciones estratégicas

- Formación especialmente diseñada para *family offices*.
- Divulgar casos de éxito de *family offices* que han desarrollado estrategias de inversión de impacto.

ⁱⁱⁱ Maite Lacasa, Sesión plenaria del Grupo de Trabajo de la Comisión de Oferta de Capital, Madrid, España 2018.

- Ofrecer opciones de inversión en fondos de impacto especializados para *family offices* interesados en generar un impacto social además de un retorno financiero.

Inversores Institucionales

Los inversores institucionales pioneros en inversiones de impacto están cada vez más interesados en inversiones en infraestructura para energía renovable, gestión de residuos sólidos, tratamiento de agua, vivienda, también finanzas de pequeñas y medianas empresas y micro-finanzas, en lugar de asignar capital a iniciativas de nicho tales como empresas sociales, agricultura en pequeña escala, y proyectos en países en desarrollo.^{liii} Sin embargo, los inversores institucionales como los fondos de pensiones y las aseguradoras han sido actores casi ausentes en el ámbito de las inversiones de impacto.

Fondos de Pensiones

PGB

PGB es un fondo de pensiones holandés que realiza inversiones de impacto. En 2014, PGB comprometió 20 millones de euros para un fondo de micro-finanzas, *Actiam Institutional Microfinance Fund III* de una duración de ocho años con un retorno esperado de aproximadamente 6%. Dicho fondo se enfoca en micro-finanzas, pequeñas y medianas empresas en países en desarrollo y energía renovable. El fondo de pensiones aseguró ante los medios que este nuevo fondo está directamente relacionado al deseo de sus clientes de influir en el cambio social y sostenible con un rendimiento aceptable. PGB había invertido previamente en un fondo predecesor de *Actiam* "con un retorno de más del 5%, el primer fondo de microfinanzas de Actiam cumplió plenamente con nuestras expectativas y también demostró su impacto social."^{liv}

PFZW

PFZW, el fondo de pensiones de la industria sanitaria holandesa, decidió invertir 20.000 millones de euros de sus activos totales en empresas y proyectos que tienen un impacto positivo en la sostenibilidad. El fondo de pensiones también quiere reducir a la mitad las emisiones de carbono producidas por sus inversiones hacia 2020. Cambio climático, escasez de agua, seguridad alimentaria, y salud son los temas que más le interesan por lo que invierte sobre todo en áreas como energía sostenible, tecnologías limpias, y

^{liii}Hummels, H. Y Fracassi, R. 2016. "The Institutional Impact Investing Revolution", Stanford Social Innovation Review

^{liv} Preesman, L. 2014. "Dutch pension fund to invest in Actiam microfinance fund", IPE.

silvicultura. A finales de 2015, estas inversiones ascendieron a 8,8 mil millones de euros.^{lv}

CalPERS

CalPERS es el fondo de pensiones de los empleados públicos del Estado de California, destaca por ser uno de los líderes mundiales en invertir bajo criterios *ESG* – *Environmental, Social, Governance*-. En 2018, CalPERS decidió alinear su cartera de 357 mil millones de dólares con los ODS de la ONU por lo que su cartera abarcará objetivos sociales más específicos, como acabar con la pobreza, el hambre, y la desigualdad de género. Elliott Harris, asistente del secretario general de la ONU instó a CalPERS a adoptar los ODS. Dijo que eso ayudaría a la ONU. "Necesitamos entender la mejor manera de medir el impacto de los ODS en los retornos financieros, y la mejor manera de preservar los objetivos y metas de forma que atraiga el interés de los inversores privados."^{lvi}

El jefe de inversiones de CalPERS, Ted Eliopoulos, dijo que el personal de inversión informaría al consejo en su reunión de julio sobre cómo los ODS podían conectarse con el plan de inversión de sostenibilidad existente de CalPERS. Se invitará a otros inversores institucionales a esta reunión para analizar sus experiencias en la implementación de los ODS. Eliopoulos dijo que la colaboración con otros fondos de pensiones ayudaría a dar forma a la aplicación final de los ODS. El fondo australiano Cbus Super y el holandés ABP han incluido los ODS en sus planes de inversión. Otros fondos europeos, como el holandés PGGM, también los están incorporando a su filosofía y estrategia de inversión.

Compañías de seguros

Axa Impact Investment Initiative

En 2014, Axa lanzó un fondo de fondos de impacto de 150 millones de euros. El grupo AXA quiere demostrar a los inversores institucionales que el mercado de inversiones de impacto está listo también para ellos y no únicamente para las grandes fortunas o los fondos de dotación.^{lvii} El director global de inversión responsable para *AXA Investment Managers* destacó ante los medios que, si bien la inversión de impacto se ha expandido, esta expansión ha sido a través de un número limitado de clases de activos particularmente fondos propios, capital riesgo, y fondos de cobertura. Destacó también que "...ha sido difícil alcanzar la masa crítica necesaria para lograr ofertas de inversión social creíbles." La mayoría se destinará a fondos de micro-finanzas, fondos de private equity, y fondos de bonos estructurados, con un 70% invertido en fondos que benefician a las economías en desarrollo.

^{lv} De Nederlandsche Bank N.V., 2016. "Sustainable investment in the Dutch pension sector", dnd.nl

^{lvi} Diamond, R. 2018. "CalPERS examines adopting SDG", top 1000 funds.

^{lvii} The Guardian, 2014. "Axa builds fund of funds for socially responsible investing" The Guardian.com

AXA Research Fund

En 2007, la fundación Axa creó un fondo, el *Axa Research Fund* cuya misión es fomentar la investigación científica sobre los riesgos que se encuentran entre los desafíos más importantes que enfrentan las sociedades en el mundo de hoy: vida y salud, datos y tecnología, clima y medio ambiente, y economía y seguro. Mediante asociaciones filantrópicas innovadoras, el fondo apoya a los principales investigadores e instituciones académicas de todo el mundo, y contribuye a desarrollar el diálogo entre la ciencia, el sector privado, y la sociedad civil.

La creación del *AXA Research Fund* está enmarcada en el objetivo del grupo Axa de alinear las inversiones de su fundación con temas estratégicos que inciden directamente en la actividad central de la compañía como son los riesgos de salud en el futuro, o el cambio climático.

Instituciones religiosas

Conferencias en inversión de impacto del vaticano

El Vaticano organizó una serie de conferencias en inversión de impacto reuniendo a expertos a nivel global y líderes del mundo católico. La primera se celebró en 2014 con la finalidad de aprender los conceptos básicos de la inversión de impacto, analizar cómo alinearla con la misión de la Iglesia, y para discernir cómo la Iglesia podía usar o promover la inversión de impacto para servir a los pobres.

En esta conferencia el papa Francisco declaró lo siguiente "Es urgente que los gobiernos de todo el mundo se comprometan a desarrollar un marco internacional capaz de promover un mercado de inversiones de alto impacto, para combatir una economía que excluye y descarta. Los inversores de impacto son aquellos que son conscientes de la existencia de situaciones serias e injustas, ejemplos de profundas desigualdades, y condiciones inaceptables de pobreza que afectan a comunidades y pueblos enteros. Este tipo de inversión tiene la intención de tener repercusiones sociales positivas en las comunidades locales, como creación de empleo, acceso a la energía, capacitación y aumento de la productividad agrícola."

La segunda conferencia se celebró en 2016 y se centró en explorar cómo aprovechar el poder del capital de impacto, aprender de emprendedores sociales exitosos y líderes de opinión del sector, y sentar las bases para catalizar la inversión privada hacia los pobres y vulnerables. La tercera conferencia se celebró en julio de 2018 y esta vez el objetivo ha sido evaluar modelos de finanzas combinados y vehículos de inversión para abordar desafíos sistémicos de gran importancia tanto para la Iglesia Católica como para la comunidad global: cambio climático, salud, migrantes y refugiados, y desempleo juvenil. Será una conferencia orientada a resultados que catalice la colaboración entre los participantes, movilice capital, y genere compromisos de acción.^{lviii}

^{lviii} Vatican Impact Investing Conference, 2018.

España

En España, los grandes inversores institucionales, concretamente los grandes fondos de pensiones tienen una política de inversión socialmente responsable (ISR) en su cartera de inversión utilizando estrategias de exclusión, integración, e implicación. Aunque no tienen una cartera de inversión de impacto per se, muchas empiezan a realizar aisladamente alguna inversión de impacto dentro de la estrategia de integración, así lo explicaba Jon Aldecoa, director general de Novaster, y responsable de ISR para fondos de pensiones.

Novaster publica anualmente el informe Observatorio de la ISR en España,^{lix} en el cual dedica un apartado a las inversiones temáticas y de impacto, donde destacaba que de los ocho fondos de pensiones de empleo que habían participado en el estudio, solo dos afirmaron realizar inversiones temáticas y solo uno los vincula a los ODS. La asignación patrimonial es también baja, en el ámbito del 1 al 4%. Destaca también que quizá el tema más relevante sea que otros cuatro fondos de empleo preveen establecer este tipo de carteras a corto plazo.

En cuanto a las nueve gestoras de fondos de pensiones, cuatro realizan inversiones temáticas o de impacto. En todo caso, la asignación porcentual es menor del 5% y en un caso muy marginal. En otro caso, se realiza a petición de algún fondo. El resto no realiza estas inversiones ni lo tiene previsto a corto plazo.

En cuanto a las aseguradoras, de las seis que participaron en el estudio, dos realizan inversiones temáticas o de impacto. En un caso para algún cliente. Los porcentajes son todavía pequeños. En un caso los bonos verdes suponen un 1% y las inversiones temáticas suponen un 10% del capital privado. Otra aseguradora afirma no realizar inversiones temáticas, pero tiene un fondo de inversión ligado a la transición demográfica.

Las barreras principales a las que se enfrentan los inversores institucionales en España se pueden resumir en torno a tres grandes temas:

- La labor fiduciaria, la política interna, y el marco regulatorio que rige a este grupo de actores.
- La percepción que tienen los inversores institucionales de las inversiones de impacto.
- La naturaleza de las inversiones de impacto.

Labor fiduciaria, política interna y marco regulatorio

^{lix} Novaster, 2017. "Observatorio de la ISR en España, 2016". Novaster.

La primera barrera global que experimentan los inversores institucionales a la hora de plantearse realizar inversiones de impacto es su labor fiduciaria y el marco regulatorio propio de su sector, por tanto los retornos financieros deben ser su primera prioridad.

En España, el sector asegurador debe regirse por la normativa europea que se denomina Solvencia II. Mediante esta normativa se regula el control y la calibración de los riesgos a que está expuesta la actividad aseguradora (riesgo de suscripción, riesgo de mercado, riesgo de contraparte -también conocido como riesgo de impago- y riesgo operacional), que conlleva a la adecuación del capital de las compañías de seguro al riesgo asumido, es decir que en función del riesgo se requiere mayor o menor capital.

Por su parte, los grandes gestores de fondos de pensiones poseen normas internas y una política para inversiones alternativas como capital riesgo. Aunque legalmente no pueden invertir más del 20% de su cartera en capital riesgo, muchas han marcado este límite en 3%. Por tanto, a no ser que el tamaño del fondo de impacto sea grande, a estas no les interesará invertir puesto que los montos serían muy pequeños.

Percepción sobre el mercado de las inversiones de impacto

Tanto a nivel español como a nivel europeo, el sector asegurador es por naturaleza un inversor con un perfil de riesgo conservador. Cómo lo explicaba Antonio Morales, director de inversiones no cotizadas de Mutua Madrileña, las aseguradoras gestionan las inversiones en un marco muy estricto de control de riesgos que implica considerar únicamente aquellas clases de activos suficientemente consolidados, en el sentido de que exista suficiente profundidad, vehículos de inversión adecuados para los requerimientos de la inversión institucional, y gestores que tengan suficiente experiencia y generen confianza. Por tanto, las aseguradoras consideran que las inversiones de impacto están en una etapa inicial y constituyen un ecosistema aún pequeño e inmaduro.

Lo mismo sucede con los fondos de pensiones puesto que una encuesta realizada en los Estados Unidos confirmó que el 86% de los fondos de pensiones consideran que el mercado parece ser un nicho que está en una etapa inicial y que es inmaduro.^{ix}

Dicho estudio reveló además que los inversores institucionales se muestran reacios a realizar inversiones de impacto mediante intermediarios especializados. Así lo confirma Antonio Morales, director de inversiones no cotizadas de Mutua Madrileña al señalar que las inversiones de impacto no están suficientemente extendidas, no cuentan todavía con vehículos de inversión apropiados para la inversión institucional y los gestores no tienen aún el *track record* (historia de retornos financieros) suficiente. Por este motivo, cuando muchas aseguradoras consideran invertir en fondos no cotizados

^{ix} World Economic Forum y Deloitte Touche Tohmatsu, 2003. "From the margins to the mainstream assessment of the impact investment sector and opportunities to engage mainstream investors", WEF.

tienen como política no invertir en un *first fund*, es decir, en un fondo gestionado por un gestor que no tiene *track record* gestionando este tipo de fondos.

Por su parte, en España, los principales fondos de pensiones han empezado a invertir en microcréditos pero no así, en inversiones de impacto que conlleven la fórmula de capital riesgo en agricultura o energías renovables. En el ámbito de los microcréditos, las gestoras poseen un *track record* y los fondos son más grandes por lo que es más fácil entrar. En cambio, en el segundo caso las gestoras de impacto son pequeñas, no poseen *track record*, y los fondos de pensiones requieren que sea el tercer fondo, aclaraba Jon Aldecoa, director general de Novaster y responsable de ISR de fondos de pensiones.

Naturaleza del mercado de las inversiones de impacto

La mayoría de las inversiones de impacto no tienen el tamaño o perfil adecuado de riesgo-retorno-impacto para cualificar dentro de la inversión institucional. Existen inversiones de impacto que generan retornos financieros ajustados al riesgo por debajo del mercado. En este caso, la responsabilidad fiduciaria a la que se deben los inversores institucionales les impide invertir.

Otro tema importante para las aseguradoras es el tema de la liquidez puesto que la regulación les obliga a mantener un porcentaje importante de sus inversiones en activos líquidos y las inversiones de impacto son inversiones ilíquidas por naturaleza.

La medición de impacto puede ser compleja y costosa. La falta de estandarización en la medición de los resultados sociales y ambientales hace que sea difícil para los inversores comparar el impacto social de una cartera de inversiones o evaluar el desempeño de una inversión social en relación a otra. Además, la medición de los resultados sociales a menudo requiere un compromiso a largo plazo, que puede no entrar en el horizonte temporal de los inversores institucionales.

En cuanto a las instituciones religiosas, aunque es un sector muy conservador, existe mucho interés por las inversiones de impacto, sobre todo desde que se celebraron las conferencias del Vaticano. Sin embargo, existe aún mucho desconocimiento al respecto.

Recomendaciones estratégicas

Las recomendaciones estratégicas para los inversores institucionales son:

- Desbloquear capital institucional con capital público mediante mecanismos que reduzcan el riesgo para el inversor institucional.
- Promover ventajas fiscales que compensen los costes de medición.
- Promover el apoyo de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
- Incluir los ODS en sus criterios de inversión

Para Fondos de pensiones:

- Incentivar que los fondos de pensiones de empleo dediquen un porcentaje a la inversión de impacto, a través de proporcionar formación al respecto a las Comisiones de Control.
- Mejorar el reglamento de pensiones para aumentar los requisitos de información que éstos deben presentar sobre inversiones de impacto.

Para Aseguradoras:

- Rebajar requerimiento de capital para las aseguradoras en las inversiones de impacto.

Para Instituciones religiosas:

- Involucrar a las principales empresas de asesoramiento financiero EAFI del sector.

Minoristas

En general, los sistemas de regulación son precisos cuando se trata de donaciones o inversiones que los individuos realizan. La directiva a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD) somete a autorización, regulación, supervisión y reporte al regulador a dichas gestoras, siempre que superen determinados umbrales de patrimonio gestionado, todo ello con el objetivo de monitorizar y controlar el riesgo sistémico que pueden suponer en los mercados financieros. El legislador español ha decidido que los fondos de inversión alternativa que se pretendan comercializar a inversores minoristas en España deberán superar un proceso de autorización similar, e incluso más complejo, que el anteriormente referido para fondos extracomunitarios, aunque estén gestionados conforme a la AIFMD.^{lxi}

Por tanto, el inversor minorista está muy protegido por el regulador. En este sentido, se han desarrollado otras maneras de atraer a este tipo de inversor, siendo el modelo más citado por otros países el “ahorro salarial solidario,” como ejemplo a seguir, creado en Francia a través de los fondos solidarios 90/10. Asimismo, el *crowdfunding* es un modelo que se ha difundido en Europa y empieza a surgir en España.

Los fondos solidarios 90/10 en Francia

Estos fondos permiten canalizar el ahorro de los trabajadores hacia inversiones en empresas sociales. Las empresas con más de 50 empleados están obligadas a ofrecer a sus empleados, además de los esquemas convencionales de ahorro, un fondo solidario opcional que asigna entre el 5 y 10% de sus activos a empresas sociales que no estén cotizadas. El restante 90 a 95% es invertido en empresas cotizadas en bolsa siguiendo

^{lxi} Rodríguez, 2015. “La directive AIMD y su transposición en España”, Actualidad Jurídica Uría Menéndez.

una estrategia de inversión socialmente responsable (ISR). Francia y el Reino Unido han recomendado extender este esquema a los fondos de pensiones.^{lxii}

Los minoristas en España

En España, los inversores de impacto minoristas han empezado a invertir en empresas sociales a través de plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*). Entre estas plataformas está La Bolsa Social, la primera autorizada por la CNMV en España, la cual pone en contacto a emprendedores sociales con inversores de impacto. La inversión se realiza mediante la fórmula de *equity crowdfunding* de impacto social “a golpe de clic,” de una manera ágil y sencilla. Los inversores depositan su dinero en una cuenta especial en Triodos Bank. Si se alcanza el objetivo de financiación, La Bolsa Social formaliza la ampliación de capital en nombre de todos los inversores. Si no se logra, se devuelven las aportaciones sin coste para los inversores. En su última campaña, La Bolsa Social logró financiar con más de un millón de euros a empresas sociales y medioambientales.

En la actualidad, existe cierto desconocimiento sobre este modelo de inversión^{lxiii} por lo que es importante distinguir las diversas tipologías relativas al *crowdfunding*: *crowdfunding* de donación, recompensa, préstamo (*crowdlending*) y capital (*equity crowdfunding* o *crowdinvesting*), en la que los inversores adquieren un porcentaje del capital de la empresa proporcional a su inversión (*equity*), con el objetivo de obtener una rentabilidad económica vía dividendos y con el potencial de poder vender en el futuro su participación en el capital a un precio mayor. Los inversores de impacto apuestan por proyectos empresariales acordes a sus valores y se convierten en socios de empresas con las que se sienten identificados.^{lxiv}

Recomendaciones estratégicas

- Replicar los esquemas franceses de ahorro solidario, desarrollando directrices, marcos de competencias y legislación para implantar dicho sistema.
- Incorporar incentivos fiscales para los inversores minoristas que inviertan directamente en empresas sociales a través de plataformas de financiación participativa como La Bolsa Social.

Las fundaciones

Las fundaciones constituyen un actor fundamental para todos los *NAB* por lo que coinciden al recomendar que las fundaciones jueguen un papel activo en el sector de las

^{lxii} Big Society Capital, 2016. “Retail social investment across the world: International models that encourage the general public to make social investments”, Social Investment Insights Series.

^{lxiii} Moncada, J. Director de la Bolsa Social, sesión plenaria sobre oferta de capital de impacto, 2 de julio 2018, Madrid, España.

^{lxiv} Cano, J 2017. “Entrevista con José Moncada, CEO de la Bolsa Social”, Compromiso Empresarial.

inversiones de impacto. Desde el punto de vista de la oferta de capital, las fundaciones juegan un papel esencial puesto que constituyen:

Fuente de capital principal al inicio

Las fundaciones constituyen la fuente de capital principal sobre todo al inicio del desarrollo del mercado. En su informe de 2014, el NAB inglés destaca que muchas de las iniciativas esenciales en el desarrollo del mercado de las inversiones de impacto fueron financiadas por fundaciones privadas. Por tanto, el rol de las fundaciones debe ser aún más activo en las inversiones de impacto y deben utilizar las donaciones e instrumentos híbridos que permiten a las organizaciones de impacto desarrollar sus modelos de negocio para conseguir llegar a lo que se denomina *impact and investmet readiness*, es decir que puedan estar listas para escalar su impacto y ser invertibles, a medio-largo plazo. Las donaciones pueden servir también como un seguro de reducción de riesgo o garantía para la cobertura de primeras pérdidas.

Expertos en asistencia técnica

Las fundaciones juegan un papel esencial en cuanto a proporcionar asistencia técnica para robustecer a las entidades sociales. Su dilatada experiencia en el terreno es esencial para llevar a cabo programas de asistencia técnica que a los inversores no les es posible, al no tener experiencia en ese campo. En este sentido, la metodología de *venture philanthropy* es fundamental para el desarrollo de cualquier mercado de impacto.^{lxv}

Consiste en la utilización de seis mecanismos con el fin de apoyar a las entidades sociales:

- **Elevado compromiso**: Esto sucede cuando la fundación se implica de alguna manera en la gestión de la empresa social a nivel estratégico y operativo; por ejemplo, asumiendo roles en la junta directiva.
- **Financiación a medida**: Dependiendo del tipo de organización social en la cual invertirá la fundación, ésta puede operar dentro de todo el espectro de rendimientos de inversión. Puede otorgar una donación tomando un rendimiento puramente social, otorgar préstamos, o instrumentos financieros mezzanine o cuasi capital, que proporcionen retornos sociales y financieros ajustados al riesgo.
- **Apoyo multianual**: Las fundaciones que aplican *venture philanthropy* generalmente respaldan a un número limitado de organizaciones entre tres y cinco años, hasta que éstas son sostenibles desde el punto de vista financiero, debido a la entrada de nuevos financiadores, y desde el punto de vista operativo.

^{lxv} Cummins, A.M. & Hehenberger, L. 2010. "Strategies for foundations: when, why and how to use venture philanthropy", EVPA.

- Apoyo no financiero: Mediante servicios como planificación estratégica, marketing, y comunicación, *coaching* ejecutivo, asesoramiento de recursos humanos y acceso a otras redes y financiadores potenciales. Esto se realiza a través de voluntarios, trabajadores de la propia fundación, donantes o consultores externos.
- Desarrollo de la capacidad organizativa: Es decir, centrarse en desarrollar la capacidad operativa y la viabilidad a largo plazo de las organizaciones sociales a las que apoya en lugar de financiar proyectos o programas individuales. Financian los costes operativos básicos para lograr una mayor eficiencia operativa y por tanto, un mayor impacto social.
- Medición de impacto: La inversión en *venture philanthropy* hace hincapié en una buena planificación comercial, resultados medibles, logros de hitos, responsabilidad financiera, y transparencia.

Inversión relacionada a la misión (MRI)

Los *NAB* coinciden que una manera de lograr la participación más activa de las fundaciones es a través del desarrollo de las inversiones relacionadas a la misión (*MRI*) de fundaciones y fondos. Tradicionalmente, las fundaciones invierten sus dotaciones en activos que no están relacionados con su misión con el fin de utilizar los retornos generados para hacer donativos, los cuales sí están relacionados con su misión. Para superar esta dualidad, recomiendan a las fundaciones alinear su misión con su responsabilidad fiduciaria a través de las inversiones de impacto. En muchos países existen barreras legales que impiden a las fundaciones invertir según su misión, y casi siempre existen obstáculos a nivel cultural y organizativo dentro de las fundaciones.

Las fundaciones precursoras de *MRI*, se encuentra en Estados Unidos, entre ellas citamos KL Felicitas Foundation que destaca por comprometerse a asignar el 100% de esta dotación a la inversión relacionada con su misión, que en su caso es apoyar a las empresas sociales en su etapa inicial con el fin de que puedan desarrollarse y crecer de manera sostenible. Su área de acción se centra en áreas problemáticas donde las necesidades sociales o ambientales ofrecen oportunidades de crecimiento comercial con una tasa de retorno de mercado a nivel global.^{lxvi}

En mayo de 2017, Ford Foundation, una fundación privada sin fines de lucro anunció que asignaría 1.000 millones de dólares de su dotación, la cual asciende a 12.000 millones de dólares, durante los próximos 10 años a inversiones relacionadas con su misión *MRI*. La fundación extraerá fondos de su cartera de inversiones existente de forma gradual, y los desplegará a lo largo del tiempo en fondos que buscan no solo obtener retornos financieros atractivos, sino también rendimientos sociales concretos. Las inversiones iniciales se centrarán en áreas en las que tenga una profunda

^{lxvi} Lomax & Wharton, 2014. "10 innovations in global philanthropy", Thinknpc.com.

experiencia previa, vea oportunidades de inversión y un alineamiento significativo con su misión de reducir la pobreza y la injusticia. Las áreas iniciales de enfoque serán: la vivienda asequible en Estados Unidos y el acceso a servicios financieros en mercados emergentes. El capital se asignará a fondos de impacto, en lugar de a compañías individuales.^{lxvii}

En un artículo publicado en *Stanford Social Innovation Review*, Carol Larson, presidente y CEO de David and Lucile Packard Foundation, describe la evolución de su estrategia MRI.^{lxviii} Al principio, realizaban principalmente préstamos puente simples para ayudar a las mismas organizaciones sociales a las que otorgaba donaciones. En la actualidad, asegura que apoyan una gama cada vez más amplia de inversiones creativas tanto para organizaciones sin fines de lucro como para empresas sociales con fines de lucro que atraen capital privado y co-inversores. La actividad de la fundación se centra en el cambio climático, un ámbito dentro del cual, consideran que la búsqueda de oportunidades para las inversiones privadas es clave para acelerar los esfuerzos en la mitigación del efecto invernadero en los países en desarrollo.

Alemania: MRI Pilot Fund

Entre los países miembros del GSG, el fondo piloto de misión relacionada con la inversión, **MRI Pilot Fund**, que ha lanzado Alemania es citado por entidades internacionales especializadas (EVPA y OECD) como ejemplo de buenas prácticas. En 2014, seis fundaciones alemanas y FASE, la asociación de fundaciones alemana, invirtieron cada una 100.000 euros en un fondo gestionado por BonVenture, un gestor de fondos de impacto social. Este fondo piloto de MRI está estructurado como un fondo europeo de emprendimiento social (FESE o *EuSEF*), lo cual le proporciona un marco legal y regulatorio uniforme y replicable en toda Europa. El objetivo de este fondo es establecer instrumentos de inversión para que las fundaciones puedan alinear las inversiones de sus dotaciones con sus objetivos fundacionales.^{lxix}

Brasil: un fondo de inversión conjunta como proyecto prototipo de fundaciones e institutos brasileños

En 2015, el grupo de trabajo del NAB brasileño recomendó que las fundaciones debían asignar un porcentaje de sus inversiones anuales a la inversión de impacto hasta alcanzar el 5% en 2020. Para cumplir con dicho objetivo un grupo de 13 fundaciones se reunieron con la BMW Foundation con el fin de aprender sobre las inversiones relacionadas con la misión MRI.^{lxx}

^{lxvii} Medland, D. 2017. "Advancing Social Good with Mission related investing: Ford Foundation pledges \$ 1B", Forbes.

^{lxviii} Larson, 2017. "Amplifying impact with mission investments", Stanford Social Innovation.

^{lxix} EVPA National Policy Nexus, 2018. "MRI Pilot Fund Mission Related Investment in Germany", EVPA

^{lxx} BMW Foundation Herbert Quandt, 2016. "Venture philanthropy and impact investing- a BMW Foundation workshop for Brazilian Foundations and Institutes.

Las fundaciones e institutos interesados en realizar inversiones de impacto habían expresado recelo respecto a tres áreas: legal, financiera y cultural. Sin embargo, pudieron confirmar que en Brasil las inversiones de impacto son compatibles con las misiones de las fundaciones e institutos por lo que no implican un riesgo legal. Se decidió crear un fondo de inversión conjunta, que les permitiese adquirir experiencia a un coste relativamente bajo y con riesgo reducido en un periodo de 2 a 3 años. Cada fundación o instituto contribuyó aproximadamente 10.000 dólares al proyecto mediante una transferencia a dos organizaciones intermediarias – una recibió las donaciones y la otra la inversión de capital para realizar inversiones de impacto utilizando préstamos, garantías de préstamo, capital, deuda convertible y *crowdfunding*.

España

En España hay más de 8.000 fundaciones que constituyen una agrupación de instituciones diversas y complejas en sus características, funciones y financiación. (Para una descripción detallada de las características de este sector en España, ver el anexo Ib.) Entre ellas han empezado a surgir casos pioneros en inversión de impacto en los últimos años; destacan los casos de: Anesvad, Open Value Foundation, y Fundación BBK.

Anesvad

La misión de Anesvad es luchar contra las Enfermedades Tropicales Desatendidas (ETD) en África Subsahariana desde un enfoque de derechos humanos y en coherencia con la estrategia de Atención Primaria de Salud (APS).

Anesvad ha desarrollado una estrategia *MRI*, de inversión patrimonial en impacto. El patrimonio de Anesvad se divide en dotación fundacional - requerimiento legal- y en Fondo de Inversión Ética y de Impacto Social (FIEIS).^{lxxi} En 2016, casi el 68% de su patrimonio se dedicó al FIEIS dentro del cual se ha marcado como ámbito para sus inversiones las siguientes tipologías ISR: responsable, *best in class*, temáticas, y de impacto social. Para determinar la distribución estratégica de sus activos, la fundación fija ex ante las restricciones tanto de naturaleza financiera como de ISR.

Las restricciones de naturaleza ISR son:

- Mínimo del 20% en activos con fuerte dedicación a ISR e impacto. Serían inversiones en private equity, renta fija no cotizada, microcréditos y activos reales.
- Mínimo del 10% en inversiones de impacto en private equity.
- Mínimo del 10% en microcréditos, en base tanto a su atractivo perfil financiero como de impacto social.
- Sumando estos tres compromisos resulta que, a nivel agregado, habrá un mínimo del 50% de la cartera en temática e inversiones de impacto.

^{lxxi} Anesvad, 2017. “Política de gestión Patrimonial”.

Open Value Foundation

La misión de Open Value Foundation es promover y facilitar la igualdad de oportunidades, apoyando organizaciones que trabajan para solucionar los problemas que afectan a los más pobres. “Nos enfocamos en proyectos que generan ingresos y crean empleo en cualquier sector, porque creemos que el empleo es una de las vías fundamentales para salir de la pobreza.”^{lxvii}

Las dos áreas de actuación de la fundación son la filantropía y la inversión de impacto. Apoya el desarrollo sostenible a través de donaciones a ONG, empresas sociales, y think tanks que trabajan para aliviar la pobreza, para reducir desigualdades y para fomentar la libertad necesaria para lograr la auto-suficiencia de las personas más pobres. La fundación está en proceso de búsqueda de fondos y proyectos en los que invertir con el fin de apoyar el crecimiento y expansión de empresas sociales, para que logren un mayor impacto social y un retorno financiero.

Fundación BBK

BBK es una fundación bancaria propietaria del 57% del banco Kutxabank. Con el dividendo que recibe, BBK dedica un presupuesto aproximado anual de 35 millones de euros a su obra social. Entre los distintos proyectos cabe destacar la financiación social proporcionada a distintas entidades sociales en colaboración con su participada, el banco Kutxabank.

Actualmente BBK está realizando un esfuerzo por pasar de un enfoque más tradicional en su obra social a un enfoque del tipo *venture philanthropy*, intentando avanzar en la medición y gestión del impacto social, ofrecer asesoramiento no financiero, etc.

Asimismo, BBK está interesada en diversificar en el ámbito de inversión en los próximos años, contemplando la inversión de impacto como un eje de futuro. En concreto BBK se está planteando su potencial como posible financiador de las primeras fases (fase idea) que pueden llegar a convertirse en emprendimientos sociales o entrar con financiación que asegure la primera pérdida.

Adicionalmente BBK ha decidido apoyar la creación de un Consejo Asesor Nacional para la Inversión de Impacto en España (*NAB*) para ayudar a lanzar y avanzar el ecosistema de la inversión de impacto en el Estado en general y en Vizcaya en particular. En concreto, y aunque también juega un rol importante en la oferta, BBK desea involucrarse y dedicar fondos al eje de la demanda ya que desde hace tiempo tiene identificada en Vizcaya, la necesidad de ayudar a crear un ecosistema de emprendedores en general, y emprendedores sociales en particular.

Fundación Botín

^{lxvii} <http://www.openvaluefoundation.org/es/>

La Fundación Botín fue creada en 1964 por Marcelino Botín y Carmen Yllera con el objetivo de promover el desarrollo social en Cantabria. Desde entonces ha ampliado su alcance, actuando en toda España y América Latina, y contribuyendo al desarrollo integral de la sociedad, explorando nuevas formas de detectar talento creativo y apostar por él para generar riqueza cultural, social y económica.

Como respuesta a la falta de recursos económicos y de apoyo en las fases más tempranas del desarrollo tecnológico (transferencia tecnológica y pre-semilla), en 2010 la Fundación Botín lanzó su programa *Mind the Gap* para poder invertir recursos en empresas biotecnológicas, que tienen como objetivo comercializar productos y servicios basados en descubrimientos científicos.

El hecho de que la fundación invierta en estas iniciativas empresariales a cambio de una participación en el capital, hace de *Mind the Gap* un modelo innovador en inversión de impacto. En los últimos años han invertido 3 millones de euros en distintos proyectos y han conseguido atraer 15 millones de euros más de otros inversores.

Recomendaciones estratégicas

- Ofrecer formación a las fundaciones para que puedan expandir su manera de financiar proyectos y empresas más allá de las subvenciones – utilizar otros mecanismos financieros y aplicar la metodología del *venture philanthropy*.
- Explorar cómo las fundaciones pueden canalizar su dotación hacia las inversiones de impacto:
 - Destacar y divulgar casos de éxito.
 - Estudiar una modificación de la normativa para que las inversiones alineadas con su misión (*MRI*) sean autorizadas por el Protectorado.
 - Lanzar un fondo *MRI* piloto conjunto que les permita adquirir experiencia como se hizo en Alemania o Brasil.

ANEXO I

1a. Instrumentos financieros de la Unión Europea

Los principales instrumentos financieros que se pueden utilizar como fuentes para la inversión de impacto son:

Fondo Social Europeo

El Fondo Social Europeo (FSE) se ejecuta por los estados miembros a través de programas operacionales con un presupuesto total de 80 billones de euros. Entre las iniciativas que el FSE apoya en España se encuentra el programa “Lanzaderas de Empleo y Emprendimiento Solidario” implantado por la Fundación Santa María la Real.^{lxxiii}

Acelerador de Impacto Social (SIA)

En 2013, el Fondo Europeo de Inversión (FEI) junto con otros inversores lanzó el acelerador de impacto social SIA, el fondo de fondos europeo más grande que aborda la creciente necesidad de capital de inversión y cuasi-capital para apoyar a las empresas sociales de toda Europa. SIA alcanzó un tamaño de 243 millones de euros combinando recursos del grupo BEI e inversores externos.^{lxxiv} SIA invierte en fondos de impacto social que se dirigen estratégicamente a empresas sociales en toda Europa. En España, Creas ha sido el primer fondo seleccionado.

EFSI

Una de las vertientes de los Fondos Europeos para Inversiones Estratégicas, EFSI -cuyo presupuesto total es de 21 billones de euros, que financian infraestructuras y proyectos innovadores en Europa- se dirige al impacto social a través de diversos instrumentos de capital innovadores desarrollados para apoyar a las empresas sociales. Estos instrumentos se lanzaron en octubre de 2016 con un presupuesto asignado de 150 millones de euros, gestionado por el FEI, incluyendo:

- Los fondos para apoyar las incubadoras sociales / aceleradoras (30 millones de €)
- Las co-inversiones con *business angels* sociales (25 millones de €)
- Los esquemas de pago por resultado (25 millones de €).
- EFSI Equity con el objetivo de mejorar el acceso a la financiación para Pymes, empresas sociales y organizaciones del sector social establecidas o que realizan negocios en los Estados miembros de la UE durante todo su ciclo de vida.

Programa para Empleo e Innovación Social (EaSI)

^{lxxiii} Cuenta con el apoyo de una amplia red de socios, instituciones públicas, empresas, asociaciones y fundaciones (Diputación de Vizcaya, Junta de Extremadura, Fundación Telefónica, Obra Social la Caixa, Agencia para el empleo de Madrid, Ayuntamiento de Palencia, Universidad de Burgos entre muchos otros)

^{lxxiv} Incluyendo Crédit Coopératif, Deutsche Bank, el grupo finlandés SITRA y el Banco Búlgaro de Desarrollo



Apoya el acceso al financiamiento de las empresas sociales a través de su eje de micro-finanzas y emprendimiento Social de 193 millones de euros, por ejemplo, a través de sus instrumentos de garantía (40 millones de euros). En España Soria Futuro, PLC un fondo de inversión social fundado en 2002 por entidades financieras y el Consejo Regional de Soria, ha accedido a este instrumento.

Ib. Las fundaciones en España

Una fundación es una organización dotada de personalidad jurídica privada que se caracteriza por perseguir, sin ánimo de lucro, fines de interés general a favor de un colectivo genérico de beneficiarios. La fundación debe tener como sustrato patrimonial una dotación fundacional inicial. La Ley señala que dicha dotación ha de ser adecuada y suficiente para el cumplimiento de los fines fundacionales, si bien presume suficiente cualquier dotación cuyo valor económico ascienda a 30.000 euros.^{lxxv}

La legislación regulatoria civil española determina los requisitos de constitución, permite a la fundación cumplir su objetivo fundacional gracias a: la captación de recursos o donaciones de terceros, la gestión del propio patrimonio, o la venta de bienes y servicios. Determina también que el patrimonio de la fundación se conserve y se gestione de forma prudente, diligente, y que no se ponga en riesgo.

Es importante destacar que existe un órgano de control externo de la fundación, el Protectorado de Fundaciones cuyo objeto es velar por el correcto ejercicio del derecho de fundación y por la legalidad de la constitución y funcionamiento de las fundaciones, incluyendo las inversiones que realiza, prestando servicios de apoyo, impulso y asesoramiento. Por tanto, una de las prevenciones que tiene el Protectorado es si una fundación cumple su misión de forma distinta a lo estipulado por la legislación civil, haciendo inversiones que impliquen riesgo y poniendo en peligro su capital.

Corresponderá ejercer el Protectorado a la Administración General del Estado, a través del Protectorado único del Ministerio de Educación, Cultura y Deporte, si la fundación desarrolla su actividad en todo el territorio del Estado o principalmente en el territorio de más de una Comunidad Autónoma. Además las fundaciones deberán regirse por el Protectorado de cada Comunidad Autónoma.

Por tanto, se puede decir que existe cierta inseguridad jurídica al no existir una línea común entre el Protectorado Estatal y los Protectorados de las Comunidades Autónomas. Una fundación que opera a nivel nacional no tendrá la certeza de que los criterios del Protectorado de una comunidad autónoma coincidan con el Protectorado estatal.

Otra prevención que la ley recoge, es que las fundaciones deben destinar el 70% de todos los ingresos a su fin fundacional. En general, deben ser aportaciones en forma de donaciones.

Por otro lado, está la normativa fiscal que afirma que las fundaciones que se ajustan a determinados requisitos en los que también se incluyen cuestiones relacionadas a la obtención de ingresos, podrán beneficiarse de un tipo de exención fiscal. Además las personas que hagan aportaciones en dinero a estas fundaciones, tendrán una deducción en el impuesto sobre la renta, y si son empresas, sobre su impuesto a

^{lxxv} Rubio Guerrero, J.J. y Sosvilla Rivero, S. (2016).

sociedades. Hasta hace unos años, la administración tributaria no admitía que la fundación aportara dinero a otra entidad que realizara una actividad social, la actividad de la fundación debía estar directamente relacionada a la obra social. Ahora sí admite que la realización indirecta de las actividades fundacionales esté protegida por el ámbito fiscal.

El sector fundacional en España comprende una agrupación de instituciones diversas y complejas en sus características, funciones y financiación. El número total estimado de fundaciones españolas en 2014 era de 14.120 fundaciones, de las cuales fundaciones activas efectivas eran 8.866 y activas efectivas con empleo 5.499.^{lxxvi} El mayor porcentaje de fundaciones activas efectivas españolas corresponde a las fundaciones pequeñas, con ingresos anuales comprendidos entre 30.000 y 500.000 euros, suponiendo 41,2% del total de fundaciones activas efectivas en 2014. Las grandes fundaciones, las que superan los 2.400.000 millones de euros de dotación inicial, suponían 11,26 % del total.

La dotación fundacional agregada de las fundaciones activas operativas alcanzó en 2014 (en realidad la AEF provee un avance del valor total) 7.466 millones de euros; Los activos alcanzaron 21.469 millones de euros y los ingresos 7.398 millones de euros mientras que los gastos suman 8.066 millones de euros. El 54,11% de las fuentes de ingresos provienen de donaciones y subvenciones, 36,11% de venta de bienes y prestación de servicios y 9,74% de rendimientos de patrimonio.

Entre las fundaciones en España se distinguen 4 tipos:

- **Fundación patrimonial**, la cual es generalmente creada por un empresario con el fin de canalizar en vida su acción social. La dotación fundacional proviene del fundador que deja su patrimonio, o parte del mismo, como legado fundacional y los ingresos de la fundación provienen en gran medida de los dividendos o rentabilidades del patrimonio donado.
- **Fundaciones empresariales** cuya fuente de financiación prioritaria es la compañía con la que está relacionada a través de dos modelos: aportaciones anuales de la cuenta de resultados de la empresa que se incorporan a la fundación como donaciones o ingresos por colaboraciones, y dividendos generados por las acciones de la sociedad que se encuentran en el balance de la fundación. Dentro del segundo modelo, destaca Fundación Mapfre, la cual apuesta fuertemente por la inversión y el emprendimiento de impacto. A principios de 2018 ha lanzado la primera edición de los Premios Fundación MAPFRE a la Innovación Social en colaboración con el IE Business School. El objetivo es apoyar soluciones innovadoras con gran potencial de impacto social. Los premios, tienen una dotación individual de 30.000 euros y coaching para

^{lxxvi} Rubio Guerrero, J.J y Sosvilla Rivero, S. 2016. "El sector fundacional en España: atributos fundamentales (2008-2014)" informe realizado por el Instituto de Análisis Estratégico de Fundaciones de la AEF.

financiar y apoyar las necesidades de los proyectos ganadores de las regiones geográficas de Brasil, América Latina (excepto Brasil) y Europa.

- **Fundaciones bancarias** que presentan diferencias con las empresariales al crearse tras la entrada en vigor de la Ley de Cajas de Ahorros y Fundaciones Bancarias (Ley 26/2013, de 27 de diciembre). A raíz de la misma, la mayor parte de las cajas de ahorros tuvieron que traspasar el patrimonio afecto a su actividad financiera a otra entidad de crédito a cambio de acciones y se transformaron en una fundación bancaria, al alcanzar al menos, un 10% del capital. Así estas fundaciones dejaron de actuar como entidades de crédito para dedicarse únicamente a la obra social. En España destaca la Fundación Bancaria La Caixa, la cual gestiona la Obra Social que ha caracterizado históricamente a "la Caixa" y, además, agrupa en CriteríaCaixa todas las participaciones accionariales del Grupo "la Caixa", en sectores como el energético, las infraestructuras, los servicios y el negocio inmobiliario, y en CaixaBank, el grupo financiero líder en banca minorista en el mercado español. En abril de 2018, se ha posicionado como la tercera fundación mundial por volumen de activos, con un valor de 24.000 millones de euros, solo por detrás de la Gates Foundation y Wellcome Trust.^{lxxvii}
- **Las fundaciones operacionales.** Es importante destacar para el propósito de este estudio, que las fundaciones que denominamos "operacionales" son aquellas que se han creado para gestionar un programa social propio, que financian casi en su totalidad con donativos de terceros. Es decir, que a diferencia de las fundaciones patrimoniales, o empresariales o en general, fundaciones que cuentan con una dotación que permite financiar sus propios programas, estas fundaciones operan como organizaciones sin fines de lucro que pertenecen a la demanda de capital dentro del ecosistema de la inversión social.

^{lxxvii} Economía Digital, 2018. "La Fundación La Caixa se consolida como tercera del mundo por activos", Economía Digital.com.

ANEXO II

CASOS PIONEROS ESPAÑOLES EN INVERSIÓN DE IMPACTO

Ila. Fondo de emprendimiento e innovación social de Seed Capital Bizkaia

Iniciativa

Seed Capital Bizkaia es una sociedad de participación público-privada. El 51% corresponde a la Diputación Foral de Vizcaya y el resto del accionariado está compuesto por bancos y empresas del sector privado español. Se creó en 1989 lanzando un fondo de capital riesgo para el desarrollo de pymes en la región.

En la actualidad gestiona 4 instrumentos, uno de los cuales es un fondo específico de inversión de impacto, el Fondo de Emprendimiento e Innovación Social (FEIS). El fondo se constituyó en 2014 con un patrimonio inicial de 1.650.000 de euros aportados por la Diputación Foral de Vizcaya y su primera operación fue en 2016.

Recientemente, Seed Capital Bizkaia creó un spin-off, una plataforma de *crowdfunding* donde una parte se dirigirá a start-ups y otra parte a inversión de impacto.

El Fondo de Emprendimiento e Innovación Social (FEIS) está enfocado a tres grandes temas de impacto: inclusión social, salud y bienestar y educación y cultura. “2018 ha sido un año de eclosión del fondo” comenta Oscar Ugarte, Director general de la sociedad, “hacíamos una inversión por año y este año tenemos siete operaciones muy potentes en análisis de las cuales invertiremos en cuatro”.

Para invertir mediante este fondo, Seed Capital Bizkaia utiliza el *matching*, provee fondos en igual cantidad que los fondos de otras fuentes, “actuamos como un Venture Builder puesto que además proveemos asesoramiento legal y conectamos social angels –que provienen del mundo corporativo- “. El programa de social angels acompaña a las personas emprendedoras en la puesta en marcha de sus iniciativas, aportándoles su conocimiento y experiencia, incluso participando de manera activa en los consejos de administración de las empresas participadas, como consejeros independientes.

Entre los últimos proyectos está **Aparka**, una estructura modular para aparcar bicicletas públicas y privadas mediante la identificación de usuarios por RFID gestionado por la fundación Emaús especializada en la inclusión social y laboral. La participación de Seed Capital Bizkaia contribuirá a que entren otros accionistas y ayudará a trabajar en un proyecto escalable a nivel internacional.

Entre las empresas participadas por el fondo está **Koiki**, una empresa de servicios de entrega a domicilio sostenible socialmente, a través de la creación de empleo en colectivos vulnerables, y medioambientalmente, a través de la reducción de la huella de carbono y el colapso en la distribución urbana de mercancías. Seed Capital Bizkaia

aportó 150.000 euros y logró cerrar una ronda de casi 1 millón de euros con 2 fondos españoles, Ship2b y CREAS, y otros fondos de Francia e Italia.

Barreras

Entre las primeras barreras que tuvieron que superar está la creación misma de la sociedad. “Somos una sociedad un poco atípica, pues apostamos por la innovación y productos nuevos que hasta ahora no se daba dentro de las Administraciones Públicas más clásicas... pero lo que es aún más atípico es que el fondo nace a iniciativa de dos departamentos de la diputación de Bizkaia totalmente independientes uno del otro, el departamento de Acción Social y el departamento de Desarrollo Económico”. Para apoyar la iniciativa la diputación elaboró un decreto foral para emprendedores sociales en 2015. “Este decreto ha ido cogiendo fuerza y ha sido interiorizado también por otras administraciones como por ejemplo la Diputación Foral de Guipúzcoa”.

Otra barrera importante que lograron superar fue la obtención de la autorización de la CNMV en 2013. “En aquella época el fondo era algo muy nuevo por lo que no se entendía bien que era lo que queríamos hacer.”

Otra gran barrera fue lograr que el tercer sector entendiera y mirara el fondo con buenos ojos: “durante dos o tres años lograr que el tercer sector nos considerara un aliado en lugar de alguien que quiere venderles una operación financiera ha sido nuestro caballo de batalla... actualmente por fin nos valoran positivamente y la rueda ha empezado a girar en Vizcaya.”

Actualmente, un problema al que se enfrenta Seed Capital Bizkaia es el tiempo desde que empiezan a analizar una operación hasta que se realiza la inversión, en promedio requiere entre seis y siete meses. “Los tiempos se estiran mucho puesto que es difícil lograr que las empresas sociales entiendan el proceso, acepten la *due diligence*, la bondad del pacto de socios, de un consejo de administración, la necesidad de un interlocutor financiero... este es un gap importante del sector.”

Medición de impacto

Aunque el retorno financiero es distinto según el tipo de inversión, la rentabilidad es relevante sobre todo para que otros accionistas participen en la inversión. En general, las inversiones en salud y bienestar tienen un retorno más potente que en educación e inclusión social.

“El impacto social es vital, nuestra prioridad es que estos proyectos crezcan y se consoliden”. En cuanto a la medición de este impacto, “vamos aprendiendo caminando”. Poco a poco han ido definiendo su estrategia hasta tener claro las áreas de impacto y han ido trabajando la medición. Después de intentar aplicar distintas metodologías y comprobar que estas no les encajaban, la sociedad ha decidido desarrollar una metodología propia para la medición de impacto y establecer indicadores.

Recomendaciones

- Gestionar mejor la comunicación con el tercer sector
- Definir claramente el tipo de inversión, de otra manera se genera confusión entre los potenciales inversores.
- Tener ejemplos en cartera, ejemplos visibles y palpables, y utilizarlos como testimonios tanto para inversores como emprendedores sociales.

IIb. El fondo Huruma de AECID-COFIDES

Iniciativa

Desde mayo de 2016, COFIDES está acreditada para cofinanciar proyectos con la Unión Europea en el marco del *blending*. Básicamente, el *blending* es un instrumento financiero que consiste en mezclar un componente de donación aportado por la Unión Europea con un componente de financiación reembolsable mediante préstamo o capital aportado por COFIDES. Las facilidades de *blending* se financian mediante fondos provenientes de los instrumentos de cooperación al desarrollo de la Unión Europea que se utilizan de manera estratégica, adoptando una primera posición de riesgo para movilizar la participación del inversor privado, o proporcionar donaciones y asistencia técnica para reducir el coste del proyecto y/o mejorar la calidad, la eficiencia y la sostenibilidad al mismo.

El primer proyecto liderado por COFIDES aprobado por la Comisión Europea en el marco del *blending* consiste en la constitución de un fondo de inversión de impacto, el fondo Huruma AECID-COFIDES, con el objetivo principal de incrementar la financiación a entidades financieras que sirven al segmento de agricultores pequeños o excluidos en Latinoamérica y Caribe, África Subsahariana y Asia y a la vez, atraer a la inversión privada hacia este campo de inversión de impacto. El asesor financiero de COFIDES para este proyecto será GAWA Capital, líder en España en inversión de impacto.

Se ha fijado como objetivo atraer una inversión total de 100 millones de euros, incluyendo un tramo de primeras pérdidas de 10 millones aportados por la Unión Europea. Adicionalmente, la Agencia Española de Cooperación al Desarrollo (AECID) a través del Fondo para la Promoción del Desarrollo (FONPRODE) está considerando aportar una financiación paralela de 20 millones de euros con un interés de 2,75%, de forma que todo el exceso de retorno que genere el fondo también iría al inversor privado. De esta forma el inversor privado está en una posición muy favorable. “La rentabilidad financiera va a venir determinada por su impacto medido bajo unos parámetros que estamos ahora negociando” destacó José Carlos Villena Subdirector de Financiación del Desarrollo de COFIDES.

Al mismo tiempo, se creará una facilidad de asistencia técnica la cual contará con unos fondos adicionales de hasta 10 millones de euros para aumentar la sostenibilidad y el impacto social de las inversiones del fondo. Este dinero constituye una donación separada del fondo para proporcionar mejoras a las entidades financieras en las que el fondo invierta para que amplíen su impacto en la población rural excluida. “Esto es especialmente atractivo para el pequeño o mediano inversor ya que no es solo la inversión en sí, también el impacto en desarrollo que genera el tener una facilidad de asistencia técnica” comentó María Vidales, Directora Adjunta de COFIDES.

Se pretende movilizar al inversor de tamaño medio en asociación con un banco de primer nivel. Dada la complejidad de este tipo de operación, se suele utilizar la plataforma de banca privada de los distintos bancos comerciales, comercializando el Fondo Huruma AECID-COFIDES a través de ellas. Se llegará a un acuerdo con uno de los principales bancos españoles para que a través de su plataforma de banca privada sus clientes puedan adquirir una participación en este fondo.

“Creemos que es un ejemplo de lo que se puede hacer y además tener efecto demostrativo para que otros bancos y otras plataformas comerciales se puedan ver interesados en indagar las posibilidades de colaboración.”

Los mayores desafíos del proyecto Huruma AECID-COFIDES son justamente el tamaño del fondo, su estructura y las inversiones subyacentes que se van a realizar en un sector muy específico y muy sensible que es la agricultura y que contribuirá a atajar problemas muy complejos relacionados con la pobreza. Su estructura es novedosa y especialmente compleja puesto que combina al inversor privado clásico de un banco privado tradicional español con un inversor institucional público de desarrollo español y una institución como la Unión Europea. “Ese es el gran desafío, combinar estas tres perspectivas en un proyecto en un sector sensible que va a ser escalable y reproducible”.

Barreras

El desiderátum que tienen todas las instituciones financieras de desarrollo, no sólo en España sino a nivel internacional, es capturar las grandes masas de patrimonio que están gestionadas por grandes gestoras de fondos de pensiones. Sin embargo, el principal limitante está constituido por las restricciones que tienen los fondos de pensiones en cuanto a las inversiones que pueden realizar pues tienen que garantizar una rentabilidad y una sostenibilidad para hacer frente a sus obligaciones futuras con sus suscriptores. “A nivel regulatorio la percepción de riesgo de algunos de estos productos de inversión de impacto es excesiva y esto limita la posibilidad de que esos inversores privados puedan llegar tan siquiera a considerar el invertir en un fondo como este”.

Medición de impacto

“Las instituciones de cooperación al desarrollo hablan cada vez más de la inversión de impacto y de su medición a nivel europeo y español. Hay un cambio considerable y no solo a nivel de instituciones sino a nivel de sector privado y esto se ha refrendado sobre todo con la conferencia de Addis Abeba en 2015 (en Etiopía la III Conferencia Internacional sobre Financiación del Desarrollo en la que los 193 estados miembros de la ONU han acordado generar recursos que garanticen la nueva Agenda del Desarrollo Global Sostenible) y por la acción de los ODS.”

COFIDES utiliza herramientas de medición de impacto, por ejemplo, cuenta con la licencia de un instrumento de medición de impacto de DEG, su contraparte alemana, que tiene en cuenta distintas consideraciones como la creación de empleo (directo e

indirecto), los ingresos fiscales, la transferencia de conocimiento, la mejora de la balanza comercial, entre otras cuestiones que pueden generar impacto. COFIDES ha adaptado esta herramienta a cada uno de los instrumentos financieros de los que dispone, “hay un interés claro de la administración española por conocer si se cumplen los objetivos de impacto de las operaciones”.

Los riesgos no financieros también son evaluados desde COFIDES tanto desde la parte más relacionada a la internacionalización de la empresa española como la parte de cooperación al desarrollo. AECID/FONPRODE tiene un departamento para medir estos riesgos, hay un enfoque muy claro en el reglamento que regula al FONPRODE hacia el desempeño social de todas las operaciones de este fondo.

Recomendaciones

“En España aún existen pocos ejemplos en la articulación de vehículos y de instrumentos para facilitar el efecto *crowding-in*. Huruma AECID-COFIDES es un proyecto bandera para nosotros por lo que supone de novedad y de ejemplo”.

Los ODS y la conciencia social de las empresas, la presión de la opinión pública, hacen que nos fijemos más en las inversiones de impacto, pero faltan las estructuras para canalizar estas inversiones que implican:

- Impulsar el papel de catalizador de la Administración española a través de más oportunidades como Huruma AECID-COFIDES u otro tipo de proyectos.
- Colaboraciones público-privado.
- Mayores iniciativas a nivel regulatorio.
- Desarrollo de instrumentos:
 - o un tramo de primeras pérdidas (*first loss tranche*) o algún tipo de colchón público para que pueda conseguirse la atracción de capital privado o *crowding-in*.

IIc. Las actividades de Open Value Foundation

Iniciativa

Open Value es una fundación privada cuya misión es abrir oportunidades de desarrollo a partir del empleo, reducir las desigualdades y fomentar la libertad y dignidad necesarias para lograr la autosuficiencia de los más desfavorecidos. Su ámbito de actuación está en África y España principalmente.

Después de más de quince años operando bajo un enfoque de filantropía tradicional, la fundación Open Value inició un proceso interno de reflexión que culminó en un giro estratégico. Así se refería María Ángeles León, fundadora y CEO de Open Value cuando explicaba los motivos de este cambio en una entrevista publicada en la revista Forbes: “Visitamos algunos proyectos en los que habíamos estado invirtiendo durante más de 15 años y nos dimos cuenta de que no había cambios significativos. Vimos los mismos problemas. No diría que hicimos daño con nuestro enfoque inicial, pero no lo hicimos tan bien como podríamos haberlo hecho. Decidimos comenzar a escuchar, a aprender más de nuestros socios.”^{lxxviii} Básicamente, este giro estratégico consistió en adoptar un modelo híbrido, es decir continuar con las donaciones pero además entrar en el mundo del *venture philanthropy* y de las inversiones de impacto.

Dentro del área de actuación de las inversiones de impacto, Open Value quiere empezar a realizar este tipo de inversiones ya sea a través de fondos o directamente en empresas sociales con el fin de apoyar su crecimiento y expansión.

Barreras

La primera barrera con la que se han encontrado está en el *due diligence* es decir “la búsqueda de proyectos adecuados que encajen dentro de lo que es inversión de impacto” destacaba Arianne Martín co-líder de Open Value. Explicaba además que esto se origina en la falta de una estandarización de lo que se considera inversión de impacto, lo cual, es muy complicado pues la línea es muy fina. “Igual de fina es la línea que define una empresa social... te tienes que guiar por lo que comunican estas organizaciones: cuál es su misión social, qué hacen con los beneficios, etc... son parámetros que ayudan pero que muchas veces son subjetivos.”

Otra barrera que se han encontrado es que las carteras de los fondos de inversión se parecen mucho: “esto sucede porque el sector de las inversiones de impacto es aún incipiente, aún no existen muchas opciones por lo que todo el mundo acaba por invertir en las mismas empresas”. Arianne Martin notaba también que en la mayoría de los fondos aún pesa mucho la inversión en micro-financieras “quizás porque al ser un

^{lxxviii} Wright, A. 2018. Three Ways Your Philanthropy Can Spark Social Change in Developing Countries, Forbes, <https://www.forbes.com/sites/alyssawright/2018/03/01/three-reminders-when-seeking-to-fund-social-change-in-the-developing-world/#6a43ef971ed6>

sector tan nuevo al inicio buscan garantizar una rentabilidad mínima y reducir el riesgo, y no siempre porque sea la inversión que más impacto social genere.”

Recalcaba además que muchos fondos de impacto se suelen centrar en sectores con más potencial de rentabilidad como por ejemplo energía, innovaciones tecnológicas, algo en vivienda, agricultura, siendo más difícil encontrar inversiones en educación y salud. Al respecto, opina que existe un paralelismo muy grande entre los microcréditos y las inversiones de impacto, por lo que se puede aprender mucho de la evolución del sector de los microcréditos, para evitar algunos de los problemas que causaron, entre otros motivos, por su rápida expansión. Hasta ahora, “el gran logro de la inversión de impacto ha sido liberar capital privado con el fin de invertirlo en empresas sociales que contribuyan a los objetivos del milenio, para ello es necesario que los inversores confíen en que es posible conseguir un impacto social a la vez que una rentabilidad financiera, y esto requiere una labor de sensibilización y también una cierta experiencia que demuestre la teoría.”

Por otra parte, “a nivel legal existe un vacío enorme por lo que estamos abriendo camino”. En España, la ley de fundaciones especifica que el 70% del presupuesto debe dirigirse a actividades afines a la misión fundacional. De momento la inversión de impacto no puede considerarse dentro de la misión, por la falta de regulación, por lo que está limitada de momento al restante 30%.

Por último, la mentalidad que prevalece en la actualidad entre la mayoría de los inversores tradicionales “constituye una barrera de entrada”. Una de las labores de Open Value es sensibilizar a los inversores ya que “es un gran reto que los inversores tradicionales acepten la idea de combinar filantropía e inversión, por lo que hay que comenzar a generar casos de éxito.” A esto se añade que no existen ventajas fiscales a la inversión de impacto lo que puede generar aún más reticencias por parte del inversor.

Recomendaciones

- Promover la sensibilización de la sociedad en general
- Levantar las trabas legales a la inversión de impacto
- Afinar más la definición de impacto
- Involucrar más al gobierno

IId. La inversión relacionada con la misión de Anesvad

Iniciativa: inversión relacionada con la misión

En 2015 culminó un proceso de reflexión que el patronato de Anesvad inició en torno al modelo de fundación desde un punto de vista estratégico. Como fruto de este proceso, se decidió adoptar una nueva estrategia de Intervención y una política de inversión ISR, de tal manera que ambas iniciativas convergieran con los fines sociales de la fundación.

Dada la decisión de alinear la gestión del patrimonio con los valores sociales de la fundación, se decidió primero crear un Consejo Asesor de Inversiones Éticas y de Impacto compuesto por gente voluntaria con conocimientos en ISR e inversión de impacto. Este consejo es un órgano independiente que se comunica con el patronato a través de la comisión financiera del patronato.

“Definir primero el marco institucional era muy importante. Así, una vez diseñada la gobernanza y el reporting interno, se desarrolló la política de gestión patrimonio y se procedió a los aspectos prácticos de la transición destacando un mandato único, la selección de un asesor externo y la depositaria mediante una búsqueda de mercado” explicó Isabel Goiri, presidenta del consejo asesor.

Con el fin de transformar la cartera de inversión y desarrollar la estrategia de inversión, el patronato aprobó la “Declaración de Principios de Gestión Patrimonial y de Inversiones Éticas y de Impacto Social”. Así en la actualidad, el patrimonio de Anesvad se encuentra distribuido en dotación fundacional y en Fondo de Inversión Ética y de Impacto Social.

En cuanto a la dotación fundacional, la ley de fundaciones establece un mínimo de dotación fundacional que garantice la solvencia patrimonial, “este concepto está asociado a inversiones muy líquidas con un perfil de riesgo muy bajo”.

Para determinar la cartera de inversión del fondo ético y de impacto social se definieron las distintas categorías de ISR que existen y se eligió una tipología de activos con un perfil de rentabilidad riesgo determinada, “aplicamos un análisis clásico que un inversor institucional haría”. Se determinó que todas las inversiones cumplieren con los criterios ISR adoptados dentro de las tipologías de responsable, *best in class*, temáticas, y de impacto social.

Como resultado, la estrategia de inversión tendría por objetivo una rentabilidad anual real del 5%, en el largo plazo, con una volatilidad del 10%, mientras que la rentabilidad anual real de la dotación fundacional sería de 1,9% con una volatilidad de 4%. Por tanto, la rentabilidad anual real esperada para el conjunto de la cartera de inversión sería de 4% anual, con una volatilidad del 8,4%.

En la actualidad, el 50% de la cartera está en inversiones de impacto y temática, con expectativas de rentabilidad de mercado ajustadas al riesgo. Las cuatro grandes áreas

temáticas y de impacto son microcréditos y finanzas inclusivas, empoderamiento y otras necesidades humanas (salud, educación, vivienda, etc.), energías limpias y cambio climático, recursos básicos para las personas (agua, agricultura, bosques, etc.) Las zonas prioritarias de Anesvad son Ghana, Togo, Benín y Costa de Marfil en materias de agua, higiene básica y saneamiento, acceso a la electricidad a través de fuentes de energía renovables y emprendimiento social o microcréditos que sobre todo favorezca a personas con discapacidad y mujeres.

Anesvad invierte en fondos internacionales por ejemplo el Africa Agriculture and Trade Investment Fund de Deutsche Bank que incluye un tramo de primera pérdida y coinversión del Gobierno Alemán. Asimismo, la fundación ya ha realizado varios compromisos con fondos recientes o en lanzamiento en España como el fondo Huruma AECID-COFIDES gestionado por Gawa Capital; Creas Impacto, fondo de capital riesgo; y el fondo de impacto de La Bolsa Social.

Barreras

“El proceso de transición es largo, su implementación es compleja” comentaba Isabel Goiri al referirse a las barreras que tuvieron que sobrepasar. Asimismo, destacaba la profesionalización como uno de los aspectos clave que les permitió sobrepasar dicha barrera. Profesionalizar el proceso les permitió diseñar una estrategia de inversión alineada a sus fines fundacionales, “consideramos que dar el mandato a un tercero como por ejemplo un banco no hubiera funcionado pues ellos ya poseen sus modelos de cartera...la asignación que hemos hecho a los fondos de impacto es mayor a la que se haría mediante un ejercicio clásico de *asset allocation*”.

Medición de impacto

“Francamente vamos aprendiendo caminando... la medición de impacto es compleja para nosotros... cuánto puede valer una vida? Así se expresaba Isabel Goiri al referirse a la dificultad de la medición de impacto en temas de salud que es uno de los focos de la fundación. Al mismo tiempo, destacaba que la medición estaba más desarrollada en el área de microfinanzas. En todo caso, la selección del gestor del fondo es fundamental para Anesvad, “la inversión en un fondo de impacto implica un periodo de tiempo mucho más largo que un fondo tradicional, las gestoras con las que trabajamos hacen un reporting social en forma trimestral”.

Recomendaciones

- Conocimiento: profesionalizar las fundaciones en temas financieros
- Divulgar casos de éxito
- Centrarse en grandes fundaciones

Ile. Proyecto de valor social de CaixaBank Banca Privada

Iniciativa

A finales de 2016 CaixaBank Banca Privada lanzó el “Proyecto de Valor Social”, un servicio global de asesoramiento para sus clientes en filantropía, inversión socialmente responsable e inversión de impacto. El objetivo final que se perseguía desde el inicio del proyecto era diseñar una metodología que permitiera aplicar a la filantropía los mismos criterios y principios por los que se rigen el resto de las inversiones patrimoniales en la entidad. Como resultado, se creó un equipo exclusivo dentro de CaixaBank Banca Privada que ofrece una tipología de productos y servicios filantrópicos a través de los cuales el cliente puede elaborar su propio proyecto de valor social.

“Nuestra forma de ver la filantropía engloba la inversión de impacto pero no se agota con la inversión de impacto,” aclaraba Jordi Casajoana Director del Departamento de Colectivos de Valor y Filantropía de CaixaBank Banca Privada. “Los vehículos que ofrecemos van desde lo más clásico como la donación hasta vehículos más sofisticados.” Los vehículos que ofrecen están distribuidos en diferentes categorías y van desde la inversión socialmente responsable hasta la donación clásica, pasando por la inversión de impacto y el capital riesgo filantrópico.

“Queda mucho camino por recorrer” aseveran, al explicar que a diferencia de otros países en los que el tema de la filantropía, la inversión socialmente responsable o la inversión de impacto han eclosionado y llevan ya muchos años, en España es aún bastante incipiente, por lo que su labor tiene también un claro componente didáctico respecto al desarrollo de la filantropía estratégica y el rigor, en cuanto a todo lo que involucra desde las donaciones hasta las inversiones. Destacan además que los clientes se muestran muy interesados por el servicio pero que al mismo tiempo son conscientes que conocen poco al respecto. Por esta razón CaixaBank Banca Privada ofrece a sus clientes acceso a formación y eventos para ampliar su conocimiento sobre los ámbitos de su interés.

Para ofrecer a sus clientes el acceso a conocimiento experto, se han establecido convenios de colaboración con otros partners, expertos en sus respectivas áreas temáticas, con el fin de que compartan su conocimiento y experiencia. Así, además, van creando una comunidad que promueve el interés y conecta a los participantes de los vehículos con los beneficiarios de sus inversiones. Entre otros partners, cuentan con la Fundación Bancaria “la Caixa”, Forética, la Asociación Española de Fundaciones y La Bolsa Social.

A principios de este año 2018 han comercializado el primer vehículo de inversión de impacto. Se trata de un fondo de eficiencia energética en España.

Actualmente, están preparando el lanzamiento de nuevos vehículos, con el foco puesto en las micro-finanzas y las energías alternativas.

Barreras

“No es fácil tener un producto de inversión de impacto para ofrecer a nuestros clientes por riesgo y por cualificación.” Así se expresaba Jordi Casajoana para explicar que a nivel regulatorio, el vehículo debe cumplir una serie de requisitos que se miden exactamente igual que los de cualquier otro vehículo financiero que no sea de impacto. No por ser un vehículo de impacto regulatoriamente se lo va a ver distinto que a un fondo normal o una inversión de capital riesgo normal. Dentro de la tipología de vehículos que se ofrecen en el Proyecto Valor Social, “destacamos una gama de productos relacionados con la donación, la ISR, la inversión de impacto[...] pero cada uno tiene sus requisitos mínimos, su ámbito de juego y sus oportunidades”, comentan. Al hablar del marco regulatorio, se están refiriendo a las normas del Banco de España, de la CNMV y a la directiva europea relativa a los mercados de instrumentos financieros conocida como Mifid II. Por tanto, destacan que en la actualidad hay pocos productos de inversión de impacto en el mercado que cumplan todos estos requisitos.

De momento, se pueden encontrar productos de impacto de capital riesgo, pero difícilmente otras tipologías de producto con menor riesgo. Por tanto, este tipo de producto sólo se puede ofrecer a clientes con un nivel adecuado de conocimientos y de patrimonio financiero. “En todo caso, esto no supone un problema” aclaraba Jordi Casajoana, refiriéndose a que aun así hay una demanda más que suficiente ante la falta de una oferta amplia de productos de inversión de impacto idóneos.

Medición de impacto

Uno de los requisitos fundamentales para Caixabank Banca Privada es que el vehículo incluya una medición de impacto social y/o medioambiental igual de rigurosa que la medición del retorno financiero.

Recomendaciones

- Definir claramente que es inversión de impacto y diferenciarla de la inversión socialmente responsable a través de criterios claros, detallados y estandarizados en una reglamentación europea.
- Incentivos fiscales y soporte público como por ejemplo un tramo de primeras pérdidas.

IIf. Q Impact de Qualitas Equity

Iniciativa

Qualitas Equity es un grupo de compañías que se dedica a la gestión de inversiones alternativas desde 2003. Empezó en el área de private equity, más adelante también entró en las energías renovables a nivel global, en la gestión de fondo de fondos, en la inversión inmobiliaria y en la inversión de impacto. El grupo entró en la inversión de impacto creando la división Q-Impact en 2018, con el objetivo de influir de forma positiva en la sociedad a través de iniciativas que integren retornos financieros y sociales o medioambientales. Aún está dando sus primeros pasos, concretamente, a finales de julio de 2018 ha completado sus dos primeras inversiones.

“Pensamos que la forma más idónea de contribuir a la sociedad es apoyando iniciativas de impacto social de tal forma que las hagamos sostenibles y las ayudemos a crecer, se trata no sólo de multiplicar el impacto pero también de preservar el capital para poder invertirlo de nuevo en otras iniciativas a futuro.” Así se expresaba Pablo Valencia, director de inversiones de Q-Impact, al explicar la motivación del grupo por entrar en el mercado de la inversión de impacto.

El segundo motivo que destacó se relaciona con la necesidad de involucrar a todas las personas que trabajan en Qualitas Equity con el objetivo de mejorar la forma en la que invierten. “Internamente, nos parece importante que las personas, -ya somos más de cien- vean lo que se hace en el mundo en temas sociales, temas distintos a nuestra actividad diaria, de tal forma, que vayamos ampliando la forma de analizar y gestionar inversiones en nuestro día a día”.

Finalmente, la tercera motivación es profesional. “Vemos que hay un área de crecimiento muy claro aquí y queremos establecer una práctica de impacto social que sea referente en España”. En esta línea, Q-Impact empezó con un capital de 3 millones de euros provenientes del balance de Qualitas Equity, que les permitirá realizar algunas inversiones aprovechando su capacidad de originación y estructuración de inversiones, así como de atracción de inversores. El objetivo es alcanzar entre 20-30 millones de euros en el primer fondo a fin de 2019.

Siguiendo un enfoque patrimonialista y conservador, las inversiones son en deuda en su mayoría, a través de préstamos participativos convertibles, y están dirigidas a iniciativas consolidadas, con equipos que ya tengan trayectoria. Se ha decidido además concentrar las inversiones en tres áreas de interés que son educación, sostenibilidad e integración social, todo en España. También están invirtiendo en capital, pero una minoría y con un enfoque igualmente conservador.

Además de financiación, Q-Impact ha decidido ayudar a las empresas sociales a crecer y escalar. “Les ofrecemos asesoramiento en la toma de decisiones, en sus procesos y sistemas, en la mejora de sus capacidades para atraer capital adicional, compartimos

con ellas nuestra metodología de gestión financiera, además de ponerles en contacto con nuestra red de colaboradores que les apoyan con su experiencia.”

La propuesta de Q-Impact es hacer préstamos entre un 6 y un 10% de interés con objeto de conseguir un retorno entre 3 y 4% para sus inversores, “son inversiones seguras con rendimiento moderado”. Se dirigen principalmente a *family offices*, fundaciones, mutualidades y grandes inversores internacionales, “nos apalancamos en toda la red de inversores del grupo Qualitas Equity, tenemos una actividad de relación con inversores muy desarrollada con sistemas propios por lo que esto completa muy bien la oferta de productos.”

Medición de Impacto

Q-Impact considera que el impacto social debe ser mensurable, por lo que incluye métricas en sus requisitos de inversión y seguimiento de inversiones. “Hacemos métricas muy sencillas muy gráficas pues de momento es algo que aún estamos desarrollando” afirmaba Pablo Valencia al explicar la metodología que utilizan, aclarando además que están en proceso de analizar la teoría del cambio, los objetivos de desarrollo sostenible y la metodología de EVPA.

Barreras

El principal reto que Q-Impact encuentra desde un punto de vista de oportunidades de inversión, es encontrar oportunidades de escala suficiente y con cimientos sólidos. La búsqueda no es fácil pues “en el sector no hay experiencia y las iniciativas que hemos visto son muy pequeñas y casi todas muy incipientes, sobretodo cuando hablas de 30 millones de euros cada inversión nuestra media tendría que ser de 2 o 3 millones por operación, no hay tantas empresas que requieran ese nivel de inversión...el desarrollo de demanda es fundamental para nosotros”. Al respecto, Pablo Valencia añadía que faltan iniciativas que provengan de las grandes empresas o de empresas “tradicionales,” que aunque no tengan un impacto social explícito, empiecen a incorporar métricas de impacto social y medio ambiental. “Así se impulsarían iniciativas más grandes y se movería más dinero” hacia la inversión de impacto.

Otra barrera importante para Q-Impact es el marco regulatorio. Por una lado, la obtención de la aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores CNMV resulta muy larga y costosa. Por otro lado, la inversión en deuda no es fiscalmente eficiente en España sobre todo si se la compara con las inversiones en capital. “La inversión en capital es muy eficiente en España a partir de determinados niveles si se hace directamente con una sociedad regulada, sin embargo la inversión en deuda no lo es”. Q-Impact realiza la mayoría de su inversión de impacto en deuda y no así en capital puesto que “muchas veces es muy difícil monetizar el valor del capital de las empresas sociales pues todo lo que ganan lo vuelven a invertir en la empresa.”

Recomendaciones

E

- Acelerar y simplificar el proceso de tramitación ante la CNMV.
- Invitar a empresas “tradicionales” a lanzar iniciativas en las que apliquen métricas de impacto social y medioambiental.
- Modificar el tratamiento fiscal de la regulación para la inversión en determinados tipos de deuda, de forma que sea igual de eficiente que la inversión en capital.

Ilg. Magallanes impact fund de Magallanes Value Investors

Iniciativa

Magallanes Value Investors es una empresa de inversiones independiente que gestiona (a 31 de diciembre de 2017) alrededor de 2.000 millones de euros siguiendo los principios de la inversión valor, *value investing*. Es decir, Invierte en compañías europeas que están por debajo de su valor, y espera el tiempo necesario para que gran parte de ese valor sea realizado.

Magallanes Value Investors está a punto de lanzar su primer fondo de inversión de impacto, un fondo libre con vocación a largo plazo que otorga posibilidad de liquidez a los partícipes, que invertirá en entidades micro-financieras y otras entidades sociales que conceden a su vez microcréditos, principalmente a mujeres, en países en vía de desarrollo. Considera que es una oportunidad de ofrecer un producto que se adapta a las necesidades de sus clientes, de los cuales, entre el 60-70% proviene del mundo de los *family offices*. Para el lanzamiento de este fondo de impacto, Magallanes cuenta con el asesoramiento de Gawa Capital Partners.

“Es un producto que otorga liquidez con dos ventanas al año y con un retorno objetivo-estimado no garantizado del 4%,” explicaba Blanca Hernández, socia fundadora y CEO de Magallanes Value Investors. Aclaraba también que es una clase de activos que no está correlacionada con los mercados, aporta diversificación y tiene un impacto social sostenible y medible; pero sobre todo, resaltaba la importancia de ofrecer un producto permanente, a largo plazo que no obstante otorga a sus clientes una posibilidad de liquidez frente a vehículos cerrados, y la opción a elegir si seguir en el fondo por un tiempo ilimitado o salir en el momento que decidan dentro de algunas de las ventanas semestrales. Por esta razón el fondo invertirá sobre todo en deuda a plazos no superiores a los 3 años con amortizaciones periódicas de principal y pago de intereses y muy poco en acciones de las entidades sociales o de microcréditos. “Para que el producto tenga liquidez, Gawa realizará los due diligence económicos y sociales a las micro-financieras y nosotros solo invertimos en una cartera diversificada de instrumentos de deuda; lo que hacemos es casar los cupones y amortizaciones parciales de las emisiones que tenemos compradas con los posibles reembolsos ajustando los flujos”.

Barreras

Después de muchos meses de tramitación y negociación con la CNMV, reuniones con proveedores, el fondo de impacto de Magallanes aún no ha obtenido la aprobación de la Comisión Nacional de Valores CNMV. “Es indudable que si hubiésemos lanzado un fondo cerrado de *privaty equity*, la CNMV hubiese dado el sí más rápido” comentaba Blanca Hernández al explicar que al ser el primer fondo de inversión libre, y sobretodo por el hecho de otorgar liquidez generaba muchas reticencias por parte del ente regulador. “Ya hemos presentado miles de modelos de valoración, como vamos a casar los cupones y amortizaciones con los posibles reembolsos, los reembolsos tienen que

tener preavisos con mucha anticipación y nos preparamos para ello, el fondo va a ser pequeño y para inversores cercanos a nuestra firma, además una SICAV gestionada por Magallanes va a estar como inversor ancla y dando apoyo”. A esto se añade que Magallanes no podrá ofrecer el fondo a minoristas ni tampoco hacer publicidad.

Por otro lado, aunque aún no han empezado a levantar dinero para el fondo, Magallanes ha constatado que el nivel de aceptación entre los potenciales clientes no es tan elevado como se supuso en un principio. “Hay interés entre nuestros clientes yo creo que conseguiremos los 20 millones que nos hemos propuesto pero no nos hemos encontrado la aceptación tan fuerte que yo pensaba, costará un poco más;” así se refería Blanca al explicar que en general existe un desconocimiento entre los *family offices* sobre las inversiones de impacto, las consideran un acto filantrópico por lo que no ven con buenos ojos el obtener retornos financieros. “A mi también me daba miedo,” decía Blanca al recordar como conoció el mundo de las inversiones de impacto de la mano de la fundación Ebro de la cual preside el patronato. La fundación Ebro apoyaba la concesión de microcréditos a los agricultores para trabajar de manera sostenible. “Me di cuenta de la diferencia entre los proyectos de pura filantropía y los proyectos sostenibles y la única duda que tenía yo era si a lo mejor [la concesión de microcréditos] caía en abuso de usura o si se acosaba a las mujeres para que devolvieran el dinero... esa inquietud me la resolvió Gawa al demostrarme que hay gente que de verdad pone el acento en el impacto social y que es un sector tremendamente desarrollado frente a lo que se pueda pensar”.

Medición de impacto

“El impacto es clave si no, no entramos, buscamos medibles, hacemos auditoría social” así se expresaba Blanca y explicaba además que se incluyen compromisos sociales en los acuerdos de inversión y se garantiza el mantenimiento de la misión social de las micro-financieras mediante auditorías sociales.

Recomendaciones

- Formación
 - o Formación para el ente regulador
 - o Formación para las *family offices*
- Difundir casos

ANEXO III

Grupo de Trabajo de Inversión de Impacto Comisión de Oferta de Capital

| | |
|--|---|
| OFICINA TÉCNICA - Asociación Foro Impacto | UnLtd Spain - José Luis Ruiz de Munain , Patrono Fundador y Director Ejecutivo de Foro Impacto Eurocapital EAFI - Pablo Alonso , Presidente Open Value Foundation - María Ángeles León , CEO |
| Líder COMISIÓN OFERTA | Agustín Vitórica , CEO GAWA Capital |
| Miembros COMISIÓN OFERTA | <p>Pablo Valencia, Partner, Qualitas Equity Isabel Goiri, Presidenta Consejo de Inversiones de Impacto, Fundación Anesvad Iñigo Gallastegui, Banco Santander, Director de Producto de Banca Privada Blanca Hernández, CEO, Magallanes Value Investors José Carlos Villena, COFIDES, Sub-director de Financiación de Desarrollo y Unión Europea Jon Aldecoa, Novaster, Director General, responsable de ISR Fondos de Pensiones Maite Lacasa, MDF Family Partners, Managing Partner y Directora del Área de Fondos Jordi Casajoana, CaixBank, Director de Valor Social y Filantropía de Banca Privada Iker Barrón, Portocolom CEO</p> <p>Antonio Morales, Mutua Madrileña Managing Director Inversiones Oscar Ugarte, Seed Bizkaia Capital, Director General Elisa Arenaza, Rezinkers, Directora Mercedes Storch, responsable de relación con inversores AXIS Participaciones Empresariales SGEIC S.A. SME Emilio Ramos, Director de Operaciones AXIS Participaciones Empresariales SGEIC S.A. SME</p> |
| Socios estratégicos Socio académico Socio jurídico Grupo de Trabajo Socio Comunicación Socio financiación pública | Lisa Hehenberger , ESADE Entrepreneurship Institute, Directora Lourdes Urriolagoitia , ESADE Entrepreneurship Institute Maribel Villaró , Cuatrecasas, Socia María Moina , Cuatrecasas María López , Presidenta Fundación CyT José Moisés Martín Carretero , CEO Red2Red Ana de la Fuente , Directora Red2Red |

REFERENCIAS

- Addis, R., McCutchan, S. y Munro, P. (2015). "Blueprint to Market Impact Capital Australia". <https://impactinvestingaustralia.com/wp-content/uploads/Blueprint-to-Market-Impact-Capital-Australia.pdf>
- Adminui, 2017. "Filantropía-reportaje "directivos y empresas"
<http://inuitfundacion.com/wp-content/uploads/2017/06/Filantrop%C3%ADa-reportaje-Directivos-y-Empresas-3.pdf>
- Anesvad, 2017. Política de gestión patrimonial,
http://www.anesvad.org/descargas/transparencia_inversiones/Politica_de_Gestion_Patrimonial_2.pdf
- Barth, B., Cruz Ferreira, J., Miguel, A., 2018. "Cross-sector collaboration for better social outcomes", MAZE, European Venture Philanthropy Association EVPA.
<https://evpa.eu.com/knowledge-centre/publications/cross-sector-collaboration-for-better-social-outcomes>
- Big Society Capital, 2016." Retail social investment across the world: International models that encourage the general public to make social investments", Social Investment Insights Series.
https://www.bigsocietycapital.com/sites/default/files/attachments/Social%20Investment%20Insights%20-%20Retail%20social%20investment%20across%20the%20world_0.pdf
- BMW Foundation 2016. "Venture philanthropy and impact investing- a BMW Foundation Workshop for Brazilian Foundations and Institutes". https://bmw-foundation.org/wp-content/uploads/2017/06/vpworkshop_brazil2.pdf
- Buckland, L. 2014. "Social impact strategies for Banks, venture philanthropy and social investment", European Venture Philanthropy Association EVPA.
<https://evpa.eu.com/knowledge-centre/publications/social-impact-strategies-for-banks-venture-philanthropy-and-social-investment>
- Diamond, R. 2018. "CalPERS examines adopting SDG, top 1000 funds"
<https://www.top1000funds.com/news/2018/01/18/calpers-examines-adopting-sdgs/>
- Cano, J. 2017. "Entrevista con José Moncada, CEO de la Bolsa Social",
<http://www.elautonomodigital.es/entrevista-jose-moncada-ceo-la-bolsa-social/>
- Compromiso Empresarial, 2017. "BBVA Momentum se hace global: busca 100 empresas sociales en cinco países",
https://www.compromisoempresarial.com/innovacion_social/2017/03/bbva-momentum-se-hace-global-busca-100-empresas-sociales-en-cinco-paises/
- Constantini, L. 2018. "Carmena quiere entrar en el capital de empresas de economía social", El País, https://elpais.com/ccaa/2018/05/27/madrid/1527443704_016294.html

Cummings, A.M. y hehenberger, L. 2010. “Strategies for foundations: when, why and how to use venture philanthropy”, European Venture Philanthropy Association EVPA. <https://evpa.eu.com/knowledge-centre/publications/strategies-for-foundations-when-why-and-how-to-use-venture-philanthropy>

Daggers, J. & Nicholls, A. 2016.” The landscape of social impact investment research”, SAID Business School, University of Oxford. <https://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/research-projects/CRESSI/docs/the-landscape-of-social-impact-investment-research.pdf>

De Nederlandsche Bank N.V., 2016. “Sustainable investment in the Dutch pension sector”, https://www.dnb.nl/en/binaries/Sustainable%20investement%20in%20the%20Dutch%20pension%20sector_tcm47-346418.pdf

Dimon, J. y Scher, P. 2017: The Biggest Lesson We Learned From Investing in Detroit, Fortune <http://fortune.com/2017/09/25/jpmorgan-chase-jamie-dimon-detroit/>

Economía Digital, 2018. “La Fundación La Caixa se consolida como tercera del mundo por activos”, https://www.economiadigital.es/directivos-y-empresas/la-fundacion-la-caixa-se-consolida-como-tercera-del-mundo-por-activos_547022_102.html

Economistas sin fronteras, 2017. “La inversión de impacto”, Dossieres EsF n27, <http://ecosfron.org/wp-content/uploads/DOSSIERES-EsF-27-La-inversión-de-impacto-1-1.pdf>

Efe-La Vanguardia, 2017. “Barcelona emite bonos verdes y sociales por valor de 35 millones”, <https://www.lavanguardia.com/local/barcelona/20171226/433891945598/barcelona-bonos-verdes-sociales-35-millones.html>

EY Family Business Center of Excellence, 2016. “Family business philanthropy, creating lasting impact through values and legacy” [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-family-business-philanthropy/\\$FILE/ey-family-business-philanthropy.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-family-business-philanthropy/$FILE/ey-family-business-philanthropy.pdf)

El Mundo.es, 2017. “Aumenta el presupuesto de Exteriores un 3,2% respecto al año anterior”, <http://www.elmundo.es/economia/macroeconomia/2017/04/04/58e37edae5fdea6d7f8b45c5.html>

Europa Press, 2016. “CaixaBank lanza un servicio de asesoramiento en filantropía para sus clientes de banca privada”, <http://www.europapress.es/epsocial/responsables/noticia-caixabank-lanza-servicio-asesoramiento-filantropia-clientes-banca-privada-20161129142322.html>

Eurosif, 2016. “European SRI Study 2016” <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/11/SRI-study-2016-HR.pdf>

Expansión, 2018. “Fundación Bancaria La Caixa, tercera del mundo por volumen de activos”,

<http://www.expansion.com/empresas/banca/2018/04/02/5ac23c9622601de3478b45ce.html>

EVPA National Policy Nexus, 2018. MRI Pilot Fund Mission Related Investment in Germany https://evpa.eu.com/uploads/publications/Policy_Nexus_DE_MRI_2018.pdf

Farzana H. 2016. “Family Offices and Investing for Impact: How to Manage Wealth, Expand Legacies and Make a Difference in the World, US SIF Foundation”

https://www.ussif.org/files/Publications/Family_Offices.pdf

Fiare, 2014. La banca ética y social: el proyecto Fiare hoy , econz.unizar.es https://econz.unizar.es/sites/econz.unizar.es/files/users/clabel/transferecia/catedras/bantierra/ponencias/gabriel_abascal.pdf

Fundación Compromiso y Transparencia, 2017. “Construir confianza 2017: Informe de transparencia y buen gobierno en la web de las fundaciones españolas”

<http://www.compromisoytransparencia.com/informes/construir-confianza-2017-informe-de-transparencia-y-buen-gobierno-en-la-web-de-las-fundaciones-espanolas>

Fundación PricewaterhouseCoopers, 2016. “Fundaciones corporativas. El alma de las empresas”, <https://www.pwc.es/es/fundacion/assets/fundaciones-corporativas-alma-empresas.pdf>

Gianoncelli, A. y Boiardi, P. 2017. “Financing for social impact: The Key Role of Tailored Financing and Hybrid Finance”, European Venture Philanthropy Association EVPA.

<https://evpa.eu.com/knowledge-centre/publications/financing-for-social-impact>

Hehenberger, L. 2018. « Las inversiones de impacto social tendencias globales », Presentación en el evento *España y la inversión de impacto social*, 8 de mayo de 2018, Madrid.

Hummels, H. Y Fracassi, R. 2016. “The Institutional Impact Investing Revolution”, *Stanford Social Innovation Review*

https://ssir.org/articles/entry/the_institutional_impact_investing_revolution

JPMorgan Chase & Co, 2017 corporate responsibility report.

<https://reports.jpmorganchase.com/corporate-responsibility/2017/cr-2017-model-for-impact.htm>

Kajimoto, T. y Umekawa, T. 2018. “Japan urged to tap dormant bank accounts to promote 'impact investment'” <https://www.reuters.com/article/us-japan-economy-impact-investment/japan-urged-to-tap-dormant-bank-accounts-to-promote-impact-investment-idUSKCN1G316H>

Landrum,S. 2016. “Why Millennials Care About Social Impact Investing”, Forbes <https://www.forbes.com/sites/sarahlandrum/2016/11/04/why-millennials-care-about-social-impact-investing/#610228b59c03>

- Larson, C. 2017. “Amplifying Impact with Mission Investments”, *Stanford Social Innovation Review*,
https://ssir.org/articles/entry/amplifying_impact_with_mission_investments
- Lomax, P. y Wharton, R. 2014. “10 innovations in global philanthropy”
<https://www.thinknpc.org/publications/10-innovations/>
- Martín Carretero y Fabra Portela, 2012. el Fonprode y el apoyo financiero al sector privado desde la cooperación Española, Revista ICE
http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE_864_718_D55A64FF6E39B1BE182D0A0E7B2F64DB.pdf
- Medland, D. 2017. “Advancing Social Good with Mission related investing: Ford Foundation Pledges \$1B”, Forbes,
<https://www.forbes.com/sites/dinamedland/2017/04/05/advancing-social-good-with-mission-related-investing-ford-foundation-pledges-1bn/#7bf625d538a8>
- Microbank, 2016. Informe Anual,
https://www.microbank.com/conocemicrobank/informesactividad/informeannual_es.html
- Moncada, J. Director de la Bolsa Social, sesión plenaria sobre oferta de capital de impacto, 2 de julio 2018, Madrid, España.
- Microbank, Informe anual 2016.
https://www.microbank.com/Informe_Anual_2016_es.pdf
- Mucha, M. 2015. “Así donan los 10 más ricos de España”,
<http://www.elmundo.es/cronica/2015/12/22/56754cc322601ddf2b8b45c7.html>
- OECD/EU (2017), “Boosting Social Enterprise Development: Good Practice Compendium”, OECD Publishing, Paris <http://dx.doi.org/10.1787/9789264268500-en>
- Novaster, 2017. “Observatorio de la ISR en España, 2016”.,
<https://www.cecabank.es/wp-content/uploads/2017/12/Presentación-Informe-Novaster-2016-1.pdf>
- Preesman, L. 2014. “Dutch pension fund to invest in Actiam microfinance fund”, IPE
<https://www.ipe.com/countries/netherlands/dutch-pension-fund-to-invest-in-actiam-microfinance-fund/www.ipe.com/countries/netherlands/dutch-pension-fund-to-invest-in-actiam-microfinance-fund/10005870.fullarticle>
- ResponsAbility Investments AG, 2018.
https://www.responsability.com/sites/default/files/2018-01/responsAbility_Company_profile_2.pdf
- Rodríguez, 2015. “La directiva AIFMD y su transposición en España”, Actualidad Jurídica Uría Menéndez
<http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3922/documento/ue1.pdf?id=4809>

Rubio Guerrero, J.J. y Sosvilla Rivero, S. 2016. “El sector fundacional en España: atributos fundamentales (2008-2014)”. Informe realizado para el Instituto de Análisis Estratégico de Fundaciones (INAEF) de la Asociación Española de Fundaciones (AEF). <http://www.fundaciones.org/es/noticias-ae/ el-sector-fundacional-en-espana-atributos-fundamentales-2008-2014-tercer-informe>

Ruiz de Munain & Martín Cavanna, 2012. “Mapa de las inversiones de impacto en España”, Fundación Compromiso y Transparencia. <https://www.compromisoempresarial.com/wpcontent/uploads/InformeInversiones.pdf>

Spainsif, 2015. “Informe sobre las inversiones de impacto en España”. <https://www.spainsif.es/publicaciones/>

Sida, 2016. “Sida’s Guarantee Instrument” https://www.sida.se/contentassets/156302177e304d8e9b9c5f0edfadf24d/sida_guarantee_instrument_2016.pdf

Singh, J. 2018. Building an impact investing business that makes a real difference, INSEAD Knowledge, <https://knowledge.insead.edu/economics-finance/building-an-impact-investing-business-that-makes-a-real-difference-8901>

Social Impact Investment Taskforce Impact Investment 2014. “The Invisible Heart of Markets” <http://gsgii.org/reports/impact-investment-the-invisible-heart-of-markets/>

The Guardian.com.2014. “Axa builds 'fund of funds' for socially responsible investing” <https://www.theguardian.com/sustainable-business/axa-fund-socially-responsible-investment>

Torza, C. 2018. GSG: “How we grow the global impact investment ecosystem”, presentación en el evento *España y la inversión de impacto social*, Madrid, 8 de mayo de 2018.

UBS, The Global Family Office Report 2017, <http://www.globalfamilyofficereport.com>

Vatican Impact Investing Conference, 2018 <http://www.viiconference.org>

Vidales, 2016. “Las posibilidades de financiación en el marco de la acreditación de COFIDES ante la UE”, Presentación desayuno de trabajo, Cámara de Comercio España.

White, A. 2017. Big Banks could do better on impact investment, PhilanthropyAge, <http://www.philanthropyage.org/finance/big-banks-could-do-better-impact-investment>

World Economic Forum y Deloitte Touche Tohmatsu, 2003. “From the Margins to the Mainstream Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors” http://www3.weforum.org/docs/WEF_II_FromMarginsMainstream_Report_2013.pdf