

La inversión de impacto en España: Oferta de capital, segmentación y características



Autores

Lisa Hehenberger

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

Guillermo Casasnovas

Investigador posdoctoral del EEI-Esade Center for Social Impact

Suzanne Jenkins

Business Case Developer e investigadora del EEI-Esade Center for Social Impact

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

Jose Luis Ruiz de Munain

Director Ejecutivo SpainNAB

Laura Blanco

Directora de Conocimiento y Divulgación de SpainNAB

Con el apoyo de:

**Federated
Hermes**



Índice

CARTA DE BIENVENIDA

04/05

RESUMEN EJECUTIVO

06/07

INTRODUCCIÓN

08/09

METODOLOGÍA

10/13

TAMAÑO DEL MERCADO

14/17

SEGMENTACIÓN DEL MERCADO

18/21

CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

22/35

OTRAS INVERSIONES CON IMPACTO NO INCLUIDAS EN EL ESTUDIO

36/37

RECONOCIMIENTOS

38/39

Carta de bienvenida

Queridos lectores:

En junio de 2019, cuando nos unimos al Global Steering Group for Impact Investment (GSG), partíamos de una cifra de inversión de impacto próxima a los 90 millones de euros, compuesta por fondos de capital privado dedicados al impacto; entonces, nos comprometimos a trabajar para multiplicar por cuatro el tamaño del mercado en dos años, un objetivo que se ha cumplido con creces y que forma parte de una tendencia global de crecimiento del sector.

Sin embargo, para impulsar el mercado de la inversión de impacto en nuestro país, necesitábamos **entender en profundidad la oferta de capital**, los distintos actores que la componen y las características que definen sus estrategias. El presente estudio se enmarca en la **recomendación 5 del plan de acción de SpainNAB**: Crear conocimientos e infraestructuras de mercado para una economía de impacto.

La reciente regulación europea sobre la comunicación de las finanzas sostenibles, más conocida como SFDR -Sustainable Finance Disclosure Regulation-, que agrupa dentro de una misma categoría productos de inversión sostenible muy diversos, unida a la disparidad de criterios que existe a la hora de calcular el tamaño de la inversión de impacto como parte de la inversión sostenible, no han hecho sino subrayar la importancia de este estudio para **preservar la integridad de este mercado** en pujante crecimiento.

Jose Luis Ruiz de Munain
Director Ejecutivo SpainNAB



Hemos realizado una segmentación del mercado basada en las clases de impacto definidas por el **Impact Management Project (IMP)** mediante una encuesta diseñada por nosotros, alineada con la **European Venture Philanthropy Association (EVPA)** y enviada a los **actores de la oferta de capital de impacto en España**. En este proceso, nos ha asesorado un comité

consultivo de expertos en inversión de impacto, que han ayudado a elaborar la encuesta, a distribuirla y a valorar algunas cuestiones objeto de debate.

El impacto de este estudio traspasa nuestro mercado, pues ha servido para liderar la armonización de las cifras de inversión de impacto en otros países europeos, en el marco del **GSG**, con el objetivo de **crear un mercado común** y reforzar el peso de la inversión de impacto en el espacio de la UE, y así avanzar en la creación de una sociedad más justa y resiliente.

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

¡Seguimos!

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



Resumen ejecutivo

Los inversores de impacto buscan generar un impacto social o medioambiental medible, además de un retorno financiero. En este estudio, hemos dimensionado el tamaño del sector en España, considerando la financiación del impacto como parte de él; lo hemos segmentado en función de diversas variables, basándonos en el Impact Management Project (IMP), y hemos analizado las principales características de cada segmento. A continuación, presentamos un resumen de las principales conclusiones.

1. DIVERSIDAD DE MERCADO MÁS ALLÁ DE LOS FONDOS DE CAPITAL PRIVADO

La inversión de impacto va más allá de los fondos de capital privado de impacto (que incluyen fondos de capital riesgo y otros fondos que invierten en el capital de empresas no cotizadas), ya que estos representan únicamente 536 millones de euros, de los 2.378 millones de capital que gestionó el sector en 2020. Aunque estos fondos de impacto han sido pioneros en muchos temas (medición del impacto, incentivos de gestión vinculados al impacto, apoyo financiero a medida en las fases tempranas) y han tomado el liderazgo en los últimos años para impulsar y fortalecer el sector, hay otro tipo de entidades, como la banca ética y social, con una larga trayectoria en el mercado, que gestionan 1.521 millones de euros de capital en inversión de impacto. Esta diversidad de actores, que incluye 242 millones de euros de capital gestionados por fundaciones, hace que la oferta de capital sea variada y pueda atender a las necesidades de financiación de diferentes tipos de empresas y organizaciones.

2. RÁPIDO CRECIMIENTO Y GRANDES EXPECTATIVAS

La inversión de impacto es un sector que crece claramente, con una tasa anual del 26 % con respecto a 2019 y que, en el caso de los fondos de capital privado, llega al 34 %. Para 2021, el sector espera también un crecimiento significativo y muchos inversores confían que siga siendo de dos dígitos; además, una tercera parte de los fondos de capital privado espera aumentar el capital gestionado en más del 50 %, debido a la ampliación de los fondos actuales y a la creación de nuevos fondos.

3. ADICIONALIDAD EN DISTINTO GRADO

Hemos segmentado el sector en función de la contribución de los inversores a sus objetivos de impacto social y/o medioambiental. Además de la intención de generar impacto, la mayor parte del capital gestionado se dedica activamente a la gestión del impacto, pero no se dirige a mercados de capital nuevos o desabastecidos, ni aporta capital flexible. Esta oferta de capital corresponde, en gran medida, a la banca ética y social. Sin embargo, existe un número importante de vehículos de inversión, entre los cuales destacan los fondos de capital privado, que financian mercados desabastecidos, es decir, que se dirigen a empresas a las cuales les costaría obtener una financiación similar por otras vías. Finalmente, encontramos una serie de fondos de capital privado y de fundaciones que, además de implicarse activamente y dirigirse a mercados desabastecidos, ofrecen capital flexible, asumiendo un riesgo mayor o un retorno financiero inferior al que ofrece el mercado.

4. MULTIPLICIDAD DE FUENTES Y DESTINOS DE FINANCIACIÓN

La principal fuente de capital para la inversión de impacto son los inversores individuales (69 %), que efectúan su aportación en forma de depósitos y cuentas corrientes a través de la banca ética y social, seguidos de los inversores institucionales (10 %), las fundaciones (10 %) y el sector público (7 %). En el caso de los fondos de capital privado, los inversores principales son los institucionales (29 %), seguidos de las *family offices* (16 %), los grandes patrimonios (14 %), los fondos públicos nacionales (15 %) y los fondos públicos europeos (9 %). Por tanto, la inversión de impacto es un tipo de inversión que cada vez más actores toman en consideración. El destino de la inversión de impacto también es diverso, en función de la geografía (aunque aproximadamente el 50 % tiene España como su región de referencia) y de la etapa de desarrollo de las empresas financiadas (con preferencia en las fases de crecimiento sobre las de incubación).

5. PLURALIDAD DE INSTRUMENTOS Y EXPECTATIVAS

La mayor parte de la inversión de impacto se canaliza a través de deuda y capital no cotizados (el 75 % y el 25 % respectivamente), con una cierta variación en los retornos esperados (algo mayor en los fondos de capital privado), en el plazo (siendo el más habitual entre 4 y 6 años) y en el tamaño de las inversiones (con un promedio de 1 millón de euros, aunque inferior en la banca ética y social y en las fundaciones).

6. MEDICIÓN DEL IMPACTO CON CAMINO POR RECORRER HACIA LA GESTIÓN DEL IMPACTO

Prácticamente todos los vehículos incluidos en el estudio miden su impacto social. Algunos lo hacen con herramientas estandarizadas (47 %) y otros utilizan solamente herramientas propias (45 %), pero son pocos los actores que llevan a cabo auditorías externas de sus sistemas de medición. Algunos inversores ya utilizan la medición del impacto a lo largo del proceso de inversión, desde la definición de sus objetivos hasta la monitorización y evaluación de sus inversiones. Sin embargo, la gran mayoría utilizan los indicadores de medición de impacto para comunicar los resultados a los diferentes grupos de interés, lo cual indica que todavía hay camino por recorrer para que los inversores pasen de la *medición* del impacto a la *gestión* del impacto. Por último, se observa una gran variedad en lo que se refiere a los objetivos de los beneficiarios y a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).

Introducción

La inversión de impacto es aquella que intencionalmente busca un impacto social o medioambiental medible, además de un retorno financiero.¹ En otras palabras, la inversión de impacto optimiza el riesgo, el retorno y el impacto para beneficiar a las personas y al planeta, a través de la definición de unos objetivos sociales y/o medioambientales concretos y de la medición de dichos objetivos.² A partir de esta definición, que acomoda estrategias de inversión muy diversas, el sector de la inversión de impacto ha crecido de manera exponencial a escala global en los últimos años, hasta alcanzar los 715.000 millones de dólares en 2020, según datos de la Global Impact Investing Network (GIIN). En esta cifra, se incluyen inversores que buscan rentabilidades de mercado y otros que aceptan niveles inferiores de rentabilidad ajustada al riesgo para maximizar el impacto social; inversiones tanto en deuda como en capital; tanto en microfinanzas como en energías renovables, salud o agricultura sostenible; tanto en países desarrollados como en vías de desarrollo, e inversores que pueden ser gestoras de fondos, entidades financieras, fundaciones o particulares.

Ante tal variedad, es importante conocer el alcance y las características de la inversión de impacto en diferentes contextos, con el fin de hallar un buen encaje entre la oferta y la demanda de capital y desplegar políticas públicas que apoyen el sector de forma eficaz, sostenible e inclusiva. En España, la inversión de impacto ha tomado impulso a partir de 2019, con la creación de SpainNAB, el Consejo Asesor Nacional para la Inversión de Impacto. SpainNAB tiene como prioridad generar conocimientos sobre el mercado. Cada año, se hace un esfuerzo por dimensionar el tamaño de la inversión de impacto en España. En 2019 y en 2020, se presentaron unas cifras de 90 y 229 millones de euros, respectivamente, que incluían exclusivamente los "fondos de impacto" del capital privado. Esas cifras mostraban el rápido crecimiento de este segmento específico de la inversión de impacto, pero dejaban fuera otros segmentos del mercado igualmente importantes y con una larga trayectoria de apoyo financiero al ecosistema de impacto social y medioambiental de nuestro país.

El objetivo de este estudio ha sido no solo dimensionar el sector de la inversión de impacto en España en su totalidad, sino también segmentarlo para entender bien el tipo de inversores, instrumentos, y estrategias que combinan la búsqueda de impacto social con un retorno financiero. En el apartado sobre metodología, explicamos detalladamente el alcance del estudio y la segmentación que hemos llevado a cabo –conforme a unos criterios que han sido compartidos y consensuados con un Comité de Expertos de diversos sectores y con los homólogos de SpainNAB en otros países.

Esperamos que este informe ayude a entender la importancia y la diversidad de la inversión de impacto en España, nos permita seguir la evolución del sector en los próximos años y muestre los segmentos más desatendidos del espectro de la oferta de capital, para animar a los inversores, a las administraciones públicas, a los emprendedores y a los intermediarios a construir juntos un ecosistema que sitúe el impacto social y medioambiental en el centro de la toma de decisiones estratégicas.

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

2. Global Steering Group on Impact Investing: <https://gsgii.org/about-us/>



Metodología

Este informe presenta datos de diversos actores que realizan o gestionan inversión de impacto, obtenidos a través de una encuesta administrada entre enero y abril de 2021. La encuesta preguntaba acerca de los volúmenes de capital gestionado y de inversiones realizadas en 2020, sus planes para 2021 y sus estrategias y las prácticas de medición y de gestión de las inversiones y del impacto.

OBJETIVOS

El objetivo general del estudio ha sido realizar una fotografía del estado de la oferta de capital para la inversión de impacto en España, que ofrezca una base para observar su evolución en los próximos años. Los objetivos específicos han sido cuantificar y segmentar el sector, y analizar sus características principales.

DEFINICIONES Y CRITERIOS DE INCLUSIÓN

Las definiciones y los criterios de inclusión se establecieron a través de una comparativa con los utilizados en otros estudios realizados por organizaciones de referencia internacional –la GIIN, la International Finance Corporation (IFC), la EVPA y el IMP– y por los consejos asesores nacionales de Francia, Italia y Alemania que son miembros del GSG. También se debatieron y se revisaron con la ayuda de un Comité de Expertos integrado por 12 representantes de diferentes sectores del mercado (v. pág. 38 – Reconocimientos).

Inversión de impacto. Se define como aquella inversión que intencionalmente busca un impacto social o medioambiental medible, además de un retorno financiero.³ Se han incluido solamente los encuestados que afirmaban que invertían o gestionaban inversiones con la **intención** de generar un impacto social o medioambiental positivo, junto con un **retorno** financiero. La tercera característica, la **medición**, no se ha utilizado para excluir a encuestados, sino como variable de la investigación.

Oferta de inversión de impacto. Se define como la oferta de capital a que pueden acceder las empresas con impacto para financiarse y que cumple los criterios de intencionalidad y retorno. En este sentido, se ha incluido la financiación ofrecida por las entidades bancarias a empresas con impacto, junto con otras actividades de inversión. Siguiendo esta misma definición, se ha incluido la actividad microfinanciera únicamente cuando los microcréditos iban destinados a empresas sociales; en general, las microfinanzas se han considerado como empresas sociales en que invierten los inversores de impacto (v. pág. 36 – Otras inversiones con impacto).

Mercado español. Para evitar la duplicidad de datos y para conocer en detalle las estrategias de gestión de las inversiones y del impacto, nos hemos centrado en los actores radicados en España que gestionan inversiones directas en empresas con impacto. Es decir, el criterio de inclusión ha sido que el capital sea gestionado desde España y no que el origen o el destino de la inversión sea nacional.

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

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

Empresas sociales. Aquellas organizaciones que buscan contribuir a mejorar determinados retos sociales a través de un modelo de negocio sostenible, independientemente de su forma jurídica⁴.

CLASES DE IMPACTO DEL IMP

El Impact Management Project (IMP) define clases de impacto que combinan dos dimensiones: el impacto que buscan generar las empresas y los proyectos en que se invierte, y las estrategias que utilizan los inversores para contribuir a dicho impacto.⁵

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

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

Actuar para evitar daños

Beneficiar a los *stakeholders*

Contribuir a soluciones

Generar un cambio positivo significativo para personas desatendidas o para el planeta

Fuente: **Adaptado del IMP**

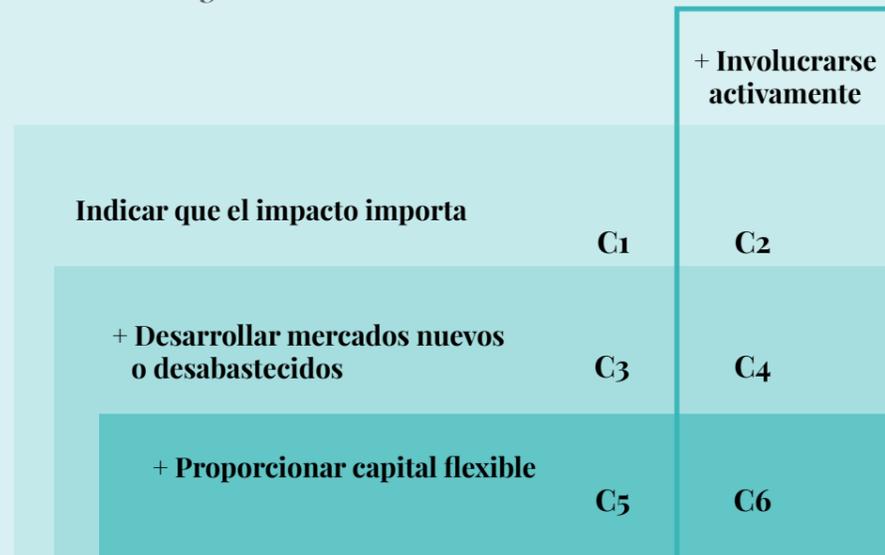
4. San Salvador, C.; Casasnovas, G.; Hehenberger, L. (2021): *Necesidades de financiación de las empresas sociales en España*. Esade Center for Social Impact y Open Value Foundation.

5. La perspectiva general del Impact Management Project. Impact Management Project. Disponible en <https://impactmanagementproject.com/emerging-consensus/imp-publications-now-available-in-spanish/>

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

- **Indicar que el impacto importa:** Decidir no invertir o favorecer ciertas inversiones considerando que, si todos los inversores hicieran lo mismo, provocarían cambios en el valor de los efectos sobre las personas y el planeta en los mercados de capital. Algunas personas piensan en este concepto como una "alineación de valores".
- **Involucrarse activamente:** Aprovechar su experiencia y sus redes para mejorar el rendimiento del impacto de las empresas.
- **Desarrollar mercados de capital nuevos o desabastecidos:** Participar en oportunidades nuevas o desapercibidas previamente que ofrezcan una oportunidad financiera y de impacto atractiva. Ello podría suponer una complejidad adicional, iliquidez o la percepción de un riesgo desproporcionado.
- **Proporcionar capital flexible:** Reconocer que ciertos tipos de empresas requerirán aceptar un riesgo desproporcionado en relación con el retorno financiero, con el fin de generar ciertas clases de impacto. Por ejemplo, la creación de un nuevo mercado para poblaciones previamente marginadas puede requerir un capital paciente que no logre ofrecer un retorno financiero comercial o de mercado.

Gráfico 2: Las estrategias de contribución del inversor



Fuente: Elaboración propia a partir de las definiciones del IMP

DIFUSIÓN DE LA ENCUESTA

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

RECOLECCIÓN Y LIMPIEZA DE DATOS

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

POBLACIÓN

En la tabla siguiente, se indica el número de actores que recibieron y completaron la encuesta y que cumplieron los diferentes criterios de inclusión. Un total de 38 actores lo hicieron, mientras que más de 25 actores participaban en la inversión de impacto pero no pudieron incluirse porque su inversión es indirecta o porque no la gestionan en España.

Tabla 1: Número de actores participantes en el estudio

 Criterio	 Número de actores
Recibieron la encuesta	145+
Completaron la encuesta	77
+ Realizan o gestionan inversión de impacto	69
+ Con inversiones gestionadas desde España	62
+ Con inversión directa	43
+ Con inversión de clase C (contribuir a soluciones)	38

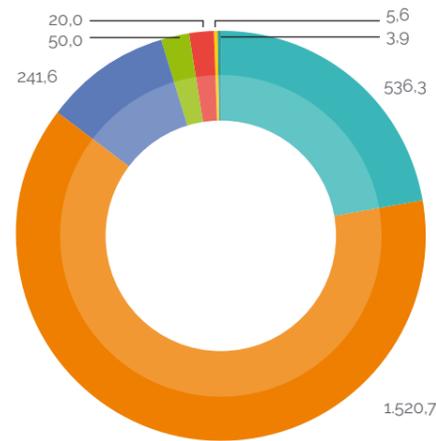
En la encuesta se pedía que cada actor identificara los diferentes vehículos (fondos, líneas de crédito, programas, etc.) de inversión de impacto que gestiona, y luego la mayoría de las preguntas se hicieron sobre cada vehículo. Por tanto, en la mayor parte de este informe se analizan los vehículos de inversión en lugar de los actores. La cantidad y los tipos de vehículos que los 38 actores gestionan se muestran en el gráfico 3 del apartado siguiente.

Tamaño del mercado

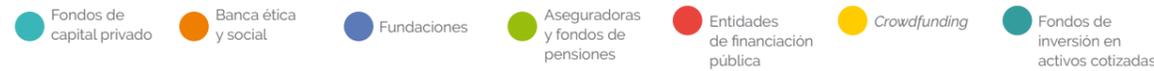
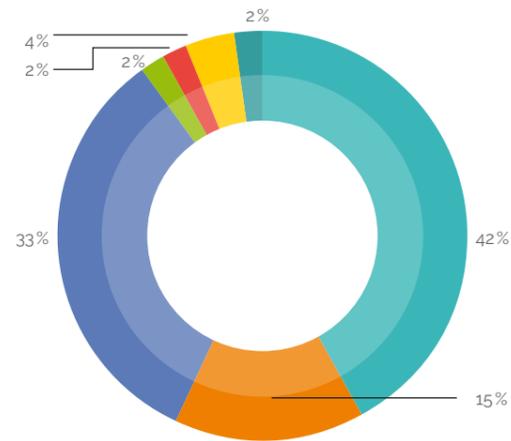
DIVERSIDAD DE MERCADO MÁS ALLÁ DE LOS FONDOS DE IMPACTO

Gráfico 3: Tipos de vehículos y volumen de capital gestionado

Capital gestionado en 2020 (Total=2.378,1 M€)
n = 54 vehículos (millones de euros)



Vehículos de inversión directa por tipo
n = 54 vehículos (porcentaje de vehículos)

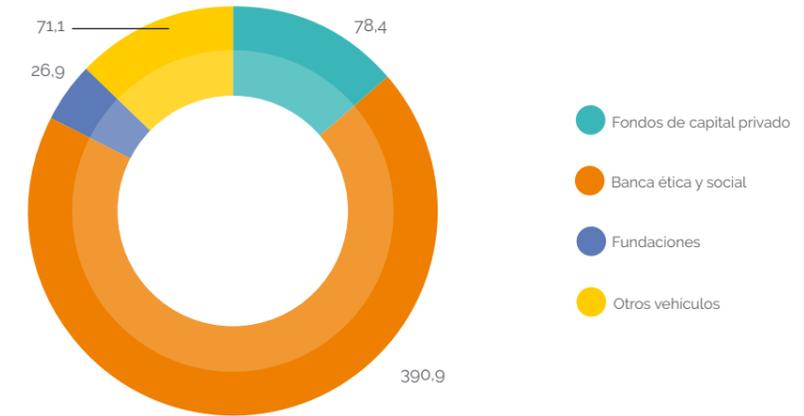


De acuerdo con los criterios metodológicos del estudio, se han identificado seis categorías de actores que gestionan capital para la inversión de impacto en España, que sumaban un total de **2.378 millones de euros de activos bajo gestión en 2020**.

- Los 23 **fondos de capital privado** de impacto identificados gestionan 536 millones, un 22,6 % del total del sector. Esta categoría incluye fondos de gestoras especializadas en inversión de impacto, fondos de impacto de gestoras tradicionales y fondos corporativos de impacto.
- La **banca ética y social** incluye ocho vehículos de banca ética, cajas laborales y otras entidades bancarias que ofrecen financiación de impacto. Son los actores que llevan más años operando en el mercado español, y sus carteras de préstamos a empresas sociales ascienden a 1.521 millones de euros, el 64 % del total del sector.
- Las **fundaciones** pueden hacer inversión de impacto utilizando sus reservas fundacionales como estrategia de inversión alineada con su misión o, en algunos casos, utilizando sus presupuestos operativos como estrategia para generar el impacto de manera económicamente sostenible. Se han identificado 18 vehículos de fundaciones que gestionan 242 millones de euros, el 10 % del mercado.

- Las **aseguradoras y los fondos de pensiones**, los **fondos de financiación pública**, las plataformas de **crowdfunding** (financiación participativa) y los **fondos de inversión en activos cotizados** gestionados desde España son minoritarios, tanto en número de vehículos como en capital gestionado. Representan 80 millones de euros, un 3 % del total. Por este motivo, en este primer informe no incluimos el desglose de estas categorías, aunque seguiremos su evolución en el tiempo y valoraremos su desglose en futuros estudios.

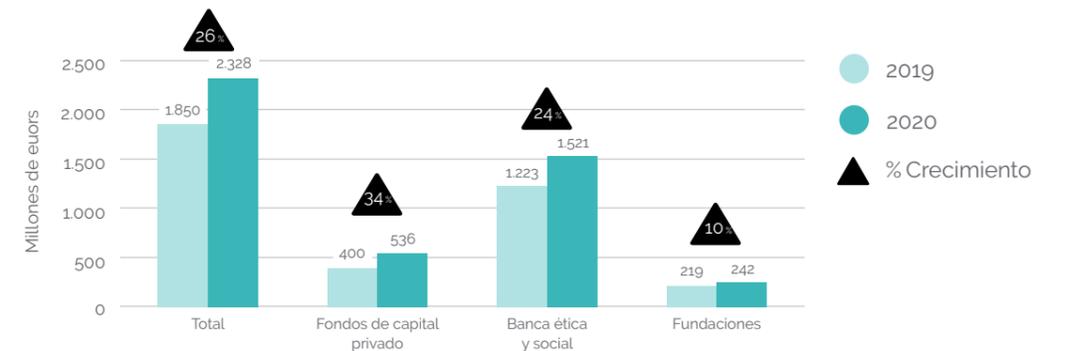
Gráfico 4: Nuevas inversiones en 2020 (Total = 567,3 millones de euros)
n = 53 vehículos (millones de euros)



- Los actores del estudio han reportado **567 millones de euros en nuevas inversiones** en 2020. La mayoría provienen del crecimiento de las carteras de préstamos de entidades de banca ética y social a empresas sociales, pero también hay inversiones significativas de los fondos de capital privado de impacto.

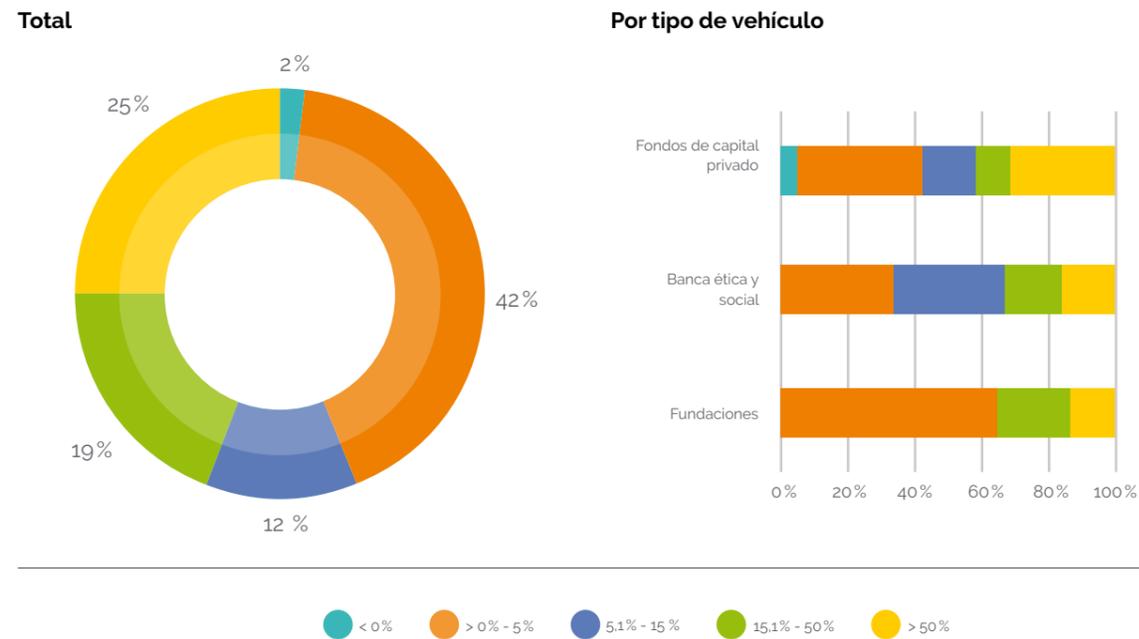
RÁPIDO CRECIMIENTO Y GRANDES EXPECTATIVAS

Gráfico 5: Crecimiento del capital gestionado de 2019-2020
n = 54 vehículos



- La inversión de impacto en España **creció un 26 % en 2020**. El capital gestionado ha aumentado en las tres categorías: un 34 %, en fondos de capital privado; un 24 %, en banca ética y social, y un 10 %, en fundaciones. Estas cifras demuestran que el sector se encuentra en una etapa de crecimiento acelerado.

Gráfico 6: Expectativa de crecimiento del capital gestionado en 2021
n = 43 vehículos (porcentaje de vehículos)



- El sector espera **seguir creciendo** a un ritmo significativo **en 2021**. Los vehículos que gestionan el 42 % del capital prevén un crecimiento inferior al 5 %, mientras que el 56 % esperan crecimientos superiores. Destacan los fondos de capital privado, una tercera parte de los cuales confían en conseguir aumentar el capital gestionado en más del 50 %.



Segmentación del mercado

ADICIONALIDAD EN DISTINTO GRADO

Como ya hemos explicado en el apartado sobre metodología, para segmentar el mercado hemos utilizado las clases de impacto del Impact Management Project (IMP).⁶ Estas categorías C1-C6 tienen las características siguientes (ver detalle en páginas 11 y 12 - Metodología):

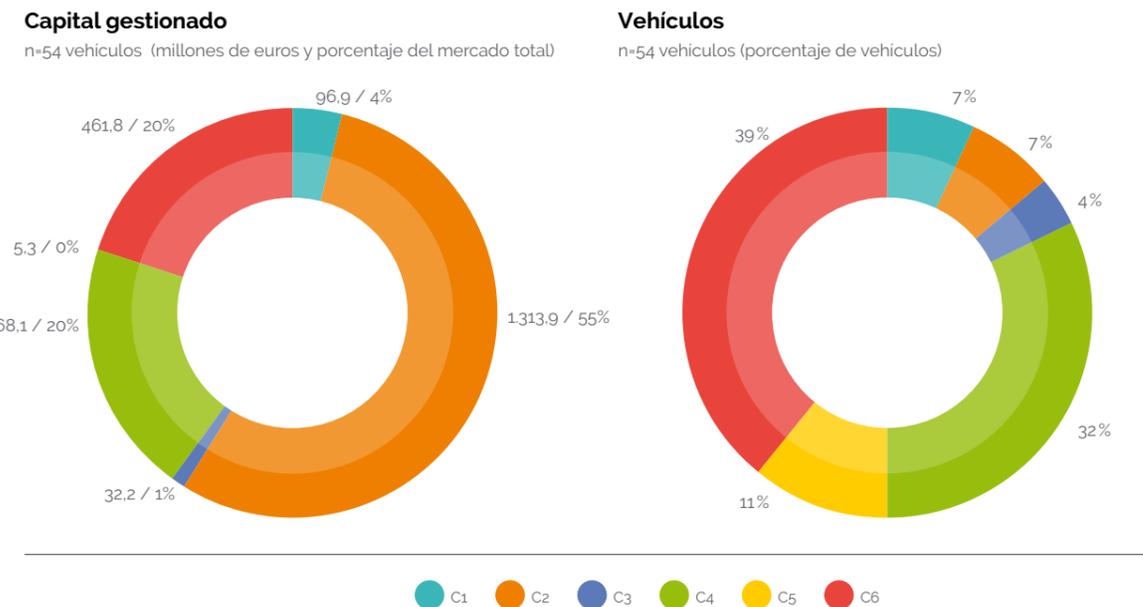
Tabla 2: Estrategias de contribución del inversor

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



SEGMENTACIÓN DEL MERCADO

Gráfico 7: Segmentación del mercado por clase de impacto

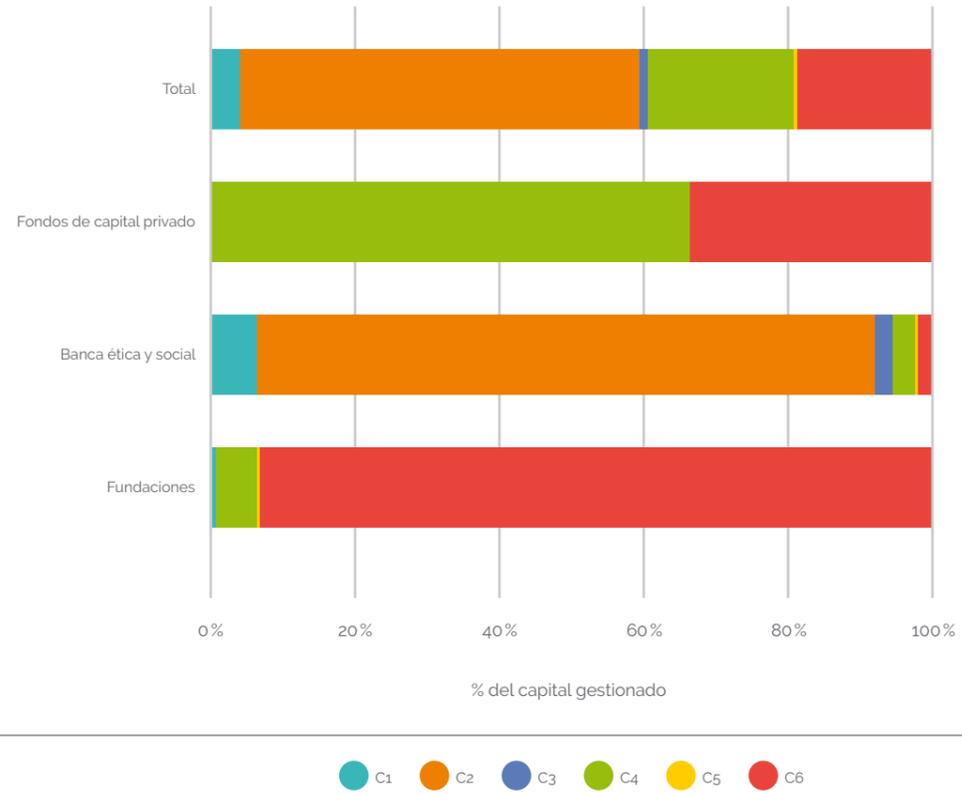


- La mayor parte del **capital gestionado** corresponde a la categoría C2, ya que es donde se encuentra la financiación de la banca ética y social. Para estas entidades, el impacto social y medioambiental es importante, y ello queda claro en la relación con sus prestatarios. Sin embargo, normalmente la financiación es a precios de mercado y va dirigida a empresas sociales que seguramente podrían obtener financiación por otras vías.
- En cuanto al **número de vehículos**, destacan las categorías C4 y C6, en las cuales se incluyen la mayoría de los fondos de capital privado y de fundaciones. Esta inversión suele ir dirigida a empresas sociales a las cuales no les resultaría sencillo obtener financiación alternativa (es decir, los inversores están desarrollando mercados desabastecidos). Cuando esta financiación es a precios de mercado, se incluye en la categoría C4 (el 20 % del capital gestionado) y, cuando el retorno (ajustado al riesgo) es inferior, se identifica como C6 (el 20 % del capital gestionado).

6. Impact Management Project: <https://impactmanagementproject.com>

SEGMENTACIÓN DEL MERCADO

Gráfico 8: Capital gestionado por clase de impacto y por tipo de vehículo
n = 54 vehículos



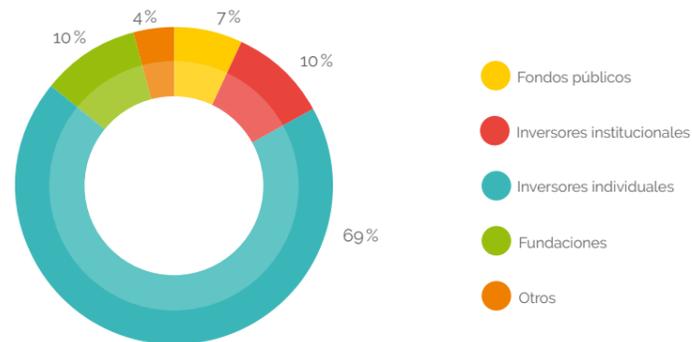
- En el detalle sobre la segmentación por tipo de actor, podemos ver que los fondos de capital privado se implican activamente en las inversiones y suelen desarrollar mercados desabastecidos, y también que el 66 % de esos activos se gestionan buscando retornos financieros de mercado.
- La mayor parte de los activos gestionados por las fundaciones (94 %) se incluyen en la categoría C6, de modo que se trata de un capital flexible en que el inversor acepta retornos financieros inferiores (a veces, se denomina *capital concesional*).

Características principales

MULTIPLICIDAD DE FUENTES Y DESTINOS DE FINANCIACIÓN

Gráfico 9: Fuentes de capital (Total)

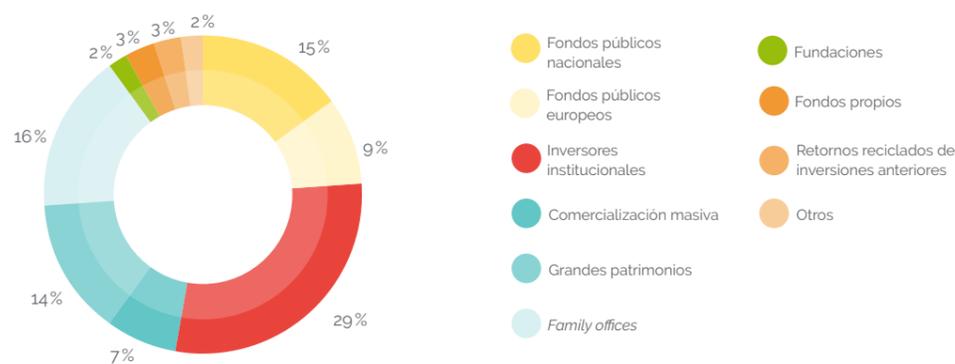
n = 54 vehículos (porcentaje de capital gestionado en total)



- La mayor parte de la oferta de capital para la inversión de impacto proviene de **inversores individuales**, ya que los depósitos de clientes constituyen la fuente principal de financiación para la banca ética y social, que, como hemos visto, es el actor con mayor volumen de capital gestionado.
- Destacan también el peso de los **inversores institucionales** y los fondos de las propias **fundaciones**, con un 10 % cada uno. En menor medida (un 7 %), los **fondos públicos** estatales y europeos también están presentes en el mercado y a menudo ejercen de ancla para atraer inversión privada, y solo en algún caso actúan como catalizadores, es decir, generan un efecto multiplicador del capital privado (*crowding in*).

Gráfico 10: Fuentes de capital de los fondos de capital privado

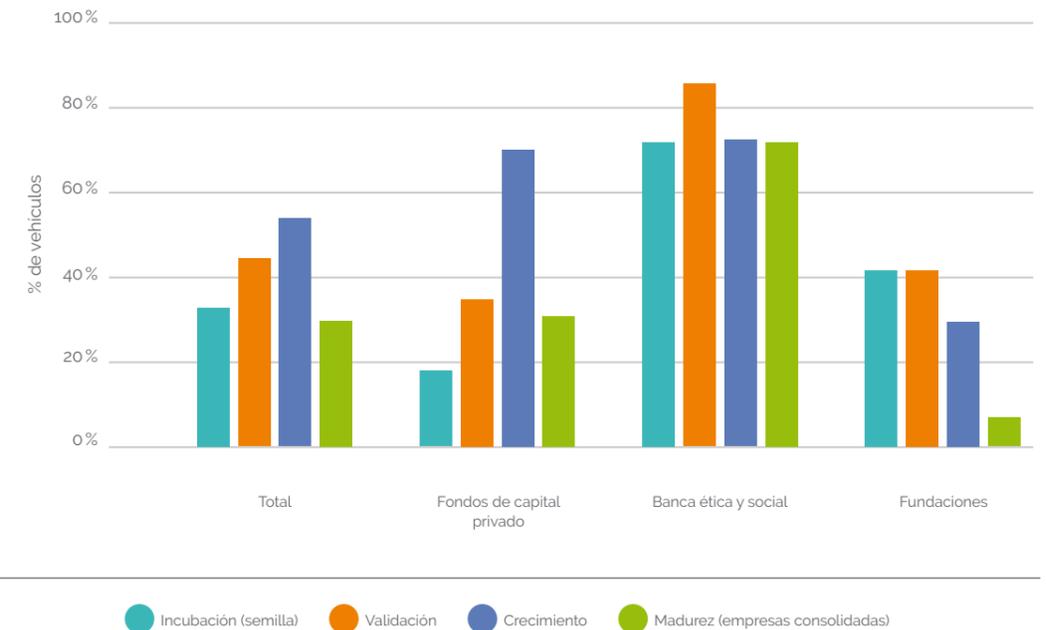
n = 23 vehículos (porcentaje del capital gestionado en total)



- El detalle de las fuentes de capital es especialmente relevante en el caso de los fondos de capital privado, que tienen un **abanico de inversores muy diverso**. Los inversores institucionales son los principales financiadores (29%), pues disponen de muchos recursos para invertir, y en los últimos años han identificado la inversión de impacto como un activo interesante. También juegan un papel muy importante las *family offices* (16 %) y los grandes patrimonios (14 %). Por último, los fondos públicos, tanto nacionales (15 %) como europeos (9 %), también suponen una fuente de capital importante, que a menudo funciona como palanca para atraer a otros inversores.

Gráfico 11: Etapa de inversión

n = 52 vehículos



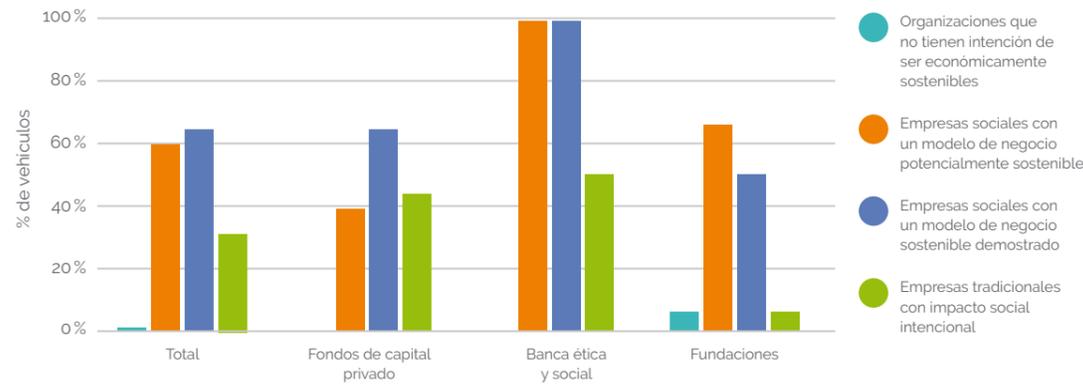
- La inversión de impacto se destina a **todas las etapas de desarrollo** de las empresas sociales, pero hay más vehículos con capital disponible para las etapas de validación y crecimiento que para la etapa de incubación. La banca ética suele orientarse hacia todas las etapas, mientras que los fondos de capital privado se centran más bien en las etapas de crecimiento (una vez que el modelo de negocio ya está demostrado y puede empezar a escalar) y las fundaciones financian más las etapas de incubación y validación, donde el riesgo es mayor y, a menudo, el capital ha de ser más paciente.
- Esta información confirma la necesidad de aumentar la oferta de capital para la inversión de impacto en las etapas tempranas.⁷ Aunque la banca ética puede cubrir parte de esta necesidad, hay empresas sociales que necesitan financiación, con un perfil de mayor riesgo y a más largo plazo. Vemos que las fundaciones se concentran en este segmento, pero es importante que los fondos de capital privado, que suponen un flujo importante de recursos, también apoyen las empresas sociales en estas etapas.



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

Gráfico 12: Tipos de organizaciones en que se invierte

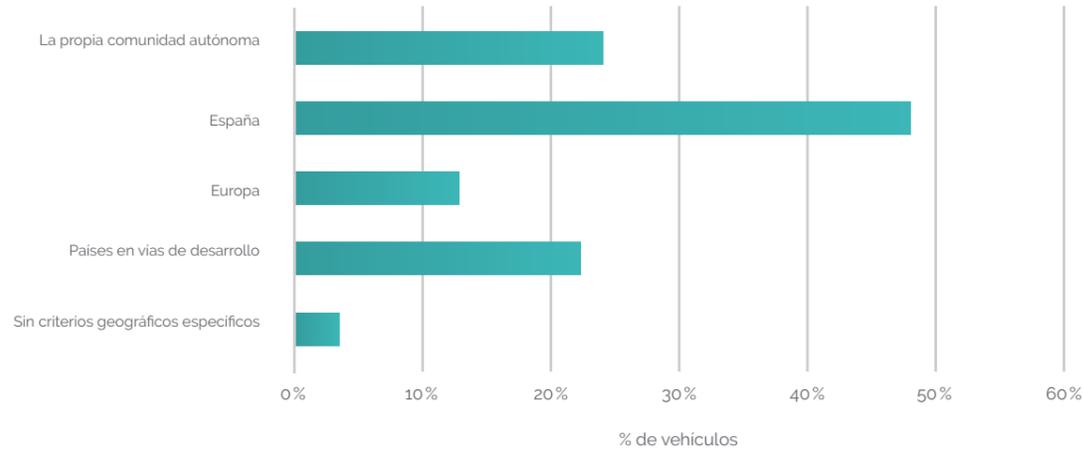
n = 54 vehículos



- La inversión de impacto financia organizaciones que tienen la intención de ser económicamente sostenibles. La mayoría de los vehículos se dirigen a **varios tipos de empresas**, pero algunos se centran en empresas sociales en que la sostenibilidad todavía no está demostrada y otros se centran en empresas tradicionales que tienen un enfoque de impacto.
- La banca ética y social y, sobre todo, las fundaciones tienden a financiar modelos de negocio menos consolidados, en mayor proporción que los fondos de capital privado, que se inclinan por aquellas empresas en que la sostenibilidad del negocio ya esté demostrada.

Gráfico 13: Regiones geográficas de inversión

n = 54 vehículos

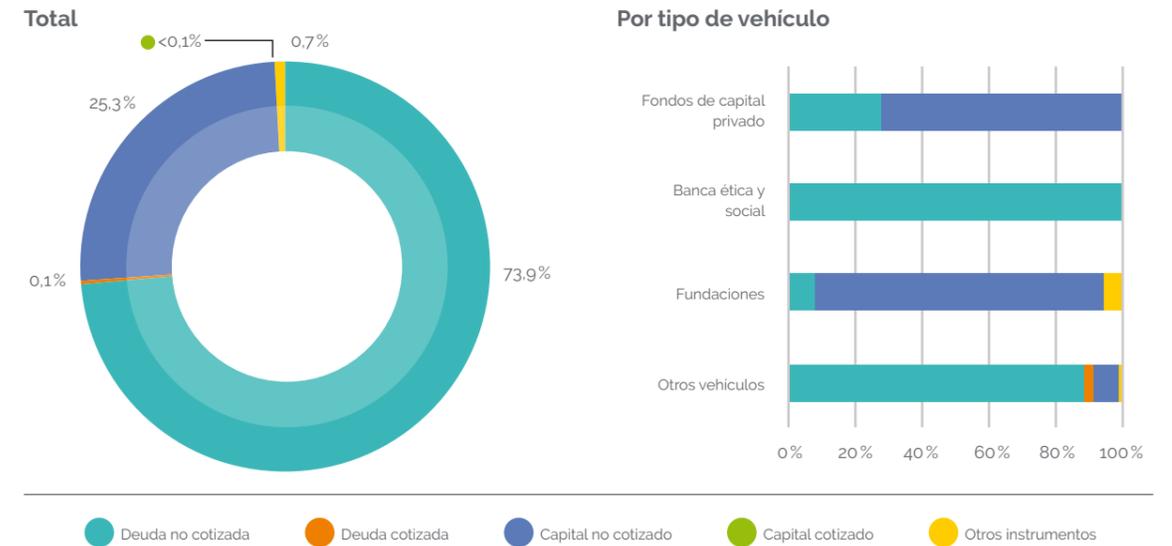


- Aunque este estudio se centra en el capital gestionado desde España, algunos de los fondos invierten también (o exclusivamente) en otras regiones. Una cuarta parte de los vehículos invierten principalmente en su comunidad autónoma, mientras que casi el 50 % tienen un enfoque nacional. Algunos invierten también en otros países de Europa y el 22 % (en su mayoría, fundaciones) financian empresas en países en vías de desarrollo.

PLURALIDAD DE INSTRUMENTOS Y EXPECTATIVAS

Gráfico 14: Instrumentos financieros

n = 54 vehículos (porcentaje del capital gestionado en total)

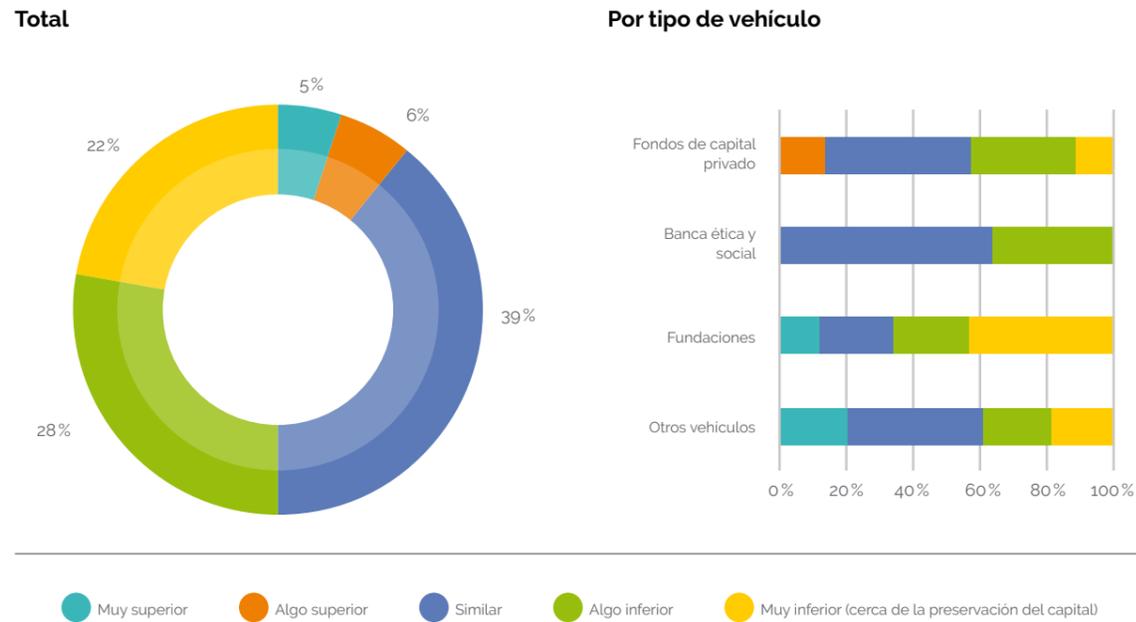


- Prácticamente tres cuartas partes de la inversión de impacto se realiza en forma de **préstamos** (deuda no cotizada), mientras que el 25 % restante se invierte en **capital no cotizado**.
- Como es lógico, el capital gestionado en total por la banca ética y social se canaliza a través de deuda, mientras que los fondos de capital riesgo invierten normalmente en capital. La mayoría de las fundaciones también realizan inversiones de capital y solo una pequeña parte (dentro de la categoría 'Otros') corresponde a inversiones a través de deuda cotizada. Ello no quiere decir que no pueda haber fondos de inversión de impacto que inviertan en capital cotizado, pero actualmente no hemos encontrado fondos de este tipo que se gestionen desde España.



Gráfico 15: Expectativa de retorno financiero, comparado con la tasa de retorno 'de mercado' ajustada al riesgo

n = 54 vehículos (porcentaje del capital gestionado total)



- El 39 % de los vehículos esperan obtener un **retorno financiero** similar al de inversiones comparables que no fuesen "de impacto". La mitad de los vehículos objeto de este estudio esperan retornos inferiores (el 28 % algo inferiores y el 22 % muy inferiores, próximos a la preservación del capital). Solo el 11 % esperan retornos superiores al retorno "de mercado".
- En general, las fundaciones esperan retornos inferiores, mientras que en los fondos de capital privado existe bastante diversidad.

Tabla 3: Retorno financiero esperado por tipo de vehículo*

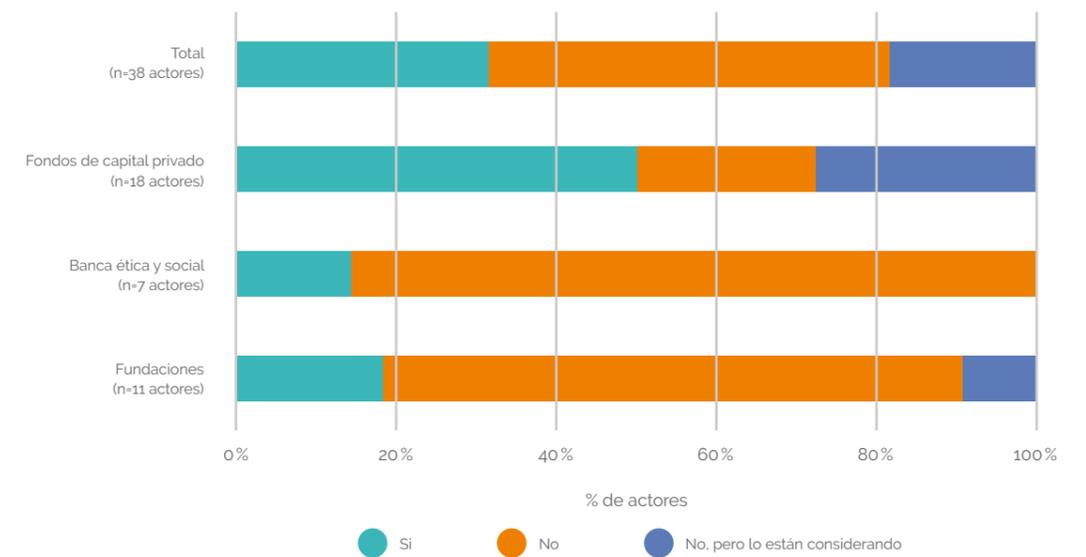
n = 41 vehículos

Tipo de vehículo	⊕ Promedio	⊖ Mínimo	⊕ Máximo
Total	5,5 %	0,0 %	15,0 %
Fondos de capital riesgo	7,4 %	2,0 %	15,0 %
Banca ética y social	3,1 %	2,0 %	4,0 %
Fundaciones	4,2 %	0,0 %	10,0 %

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

- El **retorno esperado varía mucho en función del tipo de vehículo**, pero el promedio de los fondos de capital privado es superior al de la banca ética y al de las fundaciones. Con respecto a la banca ética y social, la diferencia se debe principalmente al tipo de instrumento utilizado (el capital tiene más riesgo que la deuda). Con respecto a las fundaciones, la diferencia suele venir por el tipo de capital ofrecido (más flexible y paciente en el caso de las fundaciones).
- Los fondos de capital privado de impacto suelen tener unos **costes de gestión** similares a los de los fondos tradicionales, un 2 % sobre los activos gestionados (*management fee*) y un 20 % sobre las ganancias (*success fee* o *carried interest*).

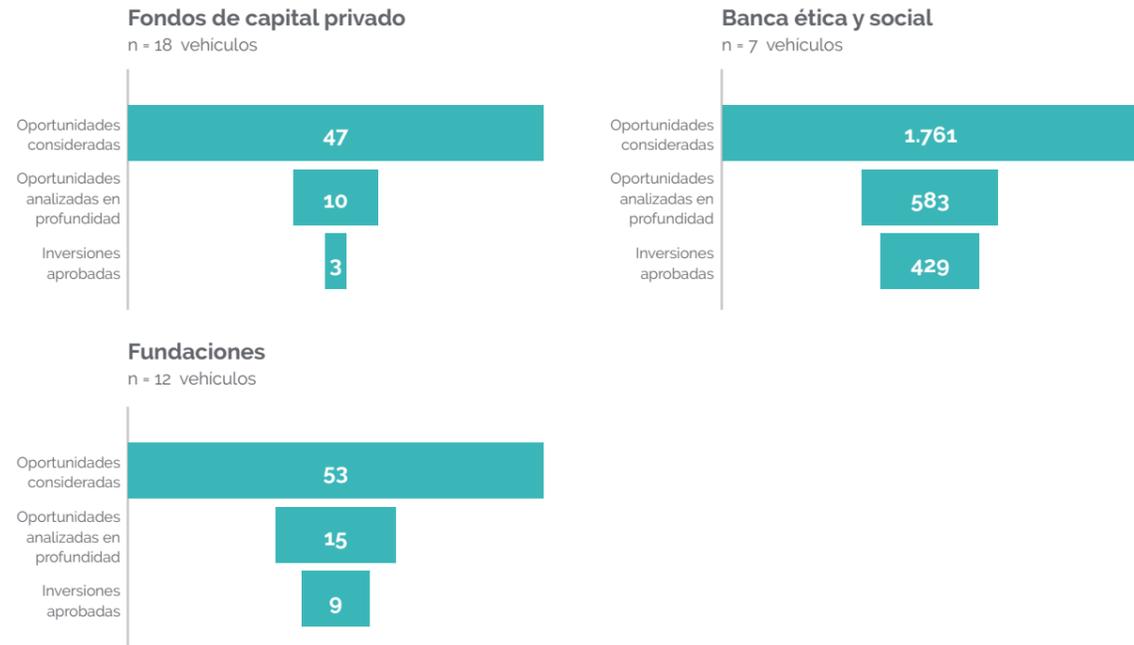
Gráfico 16: Vinculación de los incentivos económicos al desempeño social de la cartera



- En algunos casos, el coste de la financiación o los honorarios de los gestores están también calculados en función del **impacto social generado**. En el gráfico, observamos que esta vinculación entre incentivos económicos y desempeño social se da sobre todo en los fondos de capital privado, pues el 50 % tienen cláusulas de este tipo.



Gráfico 17: Pipeline medio



- Igual que en la inversión tradicional, los distintos tipos de actores han de **estudiar muchas oportunidades de inversión** antes de aprobar los desembolsos correspondientes. Aunque estos gráficos muestran la media entre todos los vehículos de un mismo tipo, se puede observar que los fondos de capital privado son los más "selectivos" ya que, por término medio, analizan 47 oportunidades al año (*screening*), 10 de ellas en profundidad (*due diligence*), para acabar invirtiendo en tres.
- Los fondos de capital privado invierten, por término medio, en un 6 % de las oportunidades que analizan, mientras que este porcentaje es del 17 % en las fundaciones y del 24 % en la banca ética y social.

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

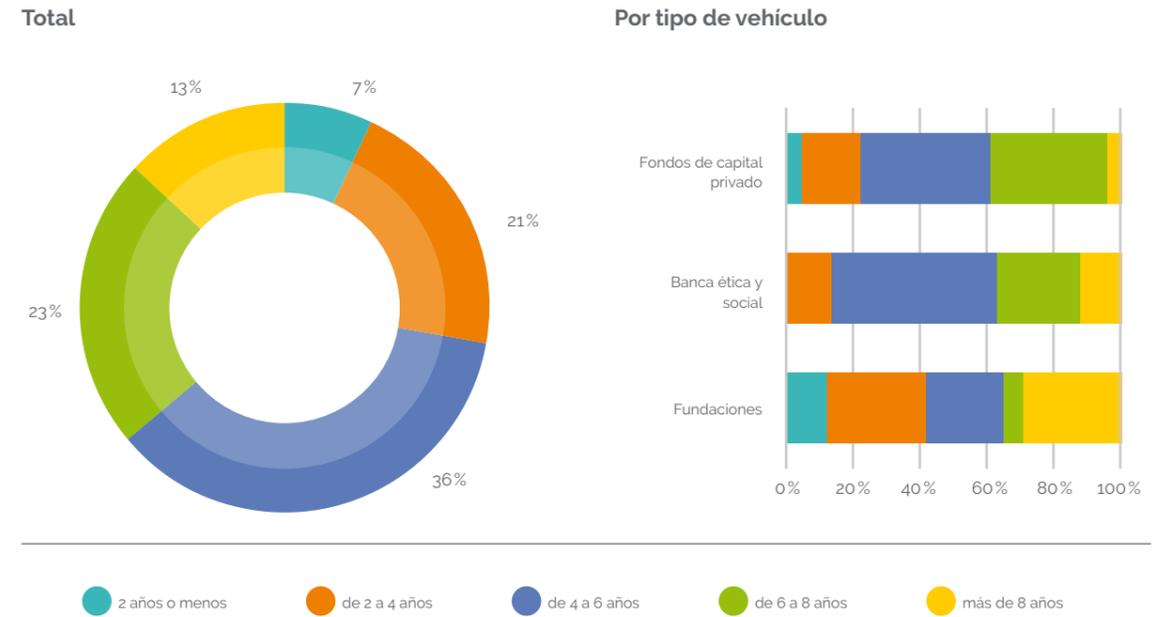
n = 50 vehículos

Tipo de actor	Tamaño medio
Total	1.022.339 €
Fondos de capital riesgo	1.892.609 €
Banca ética y social	226.245 €
Fundaciones	226.800 €
Otros	593.750 €

- El **tamaño medio de las inversiones** (incluyendo los préstamos en el caso de la banca ética y social) es de 1 millón de euros. Esta cifra es claramente inferior en el caso de las fundaciones y la banca ética y social (ambas en torno a los 226.000 euros), pero superior en los fondos de capital privado.

Gráfico 18: Plazo de las inversiones

n = 53 vehículos (porcentaje de vehículos)



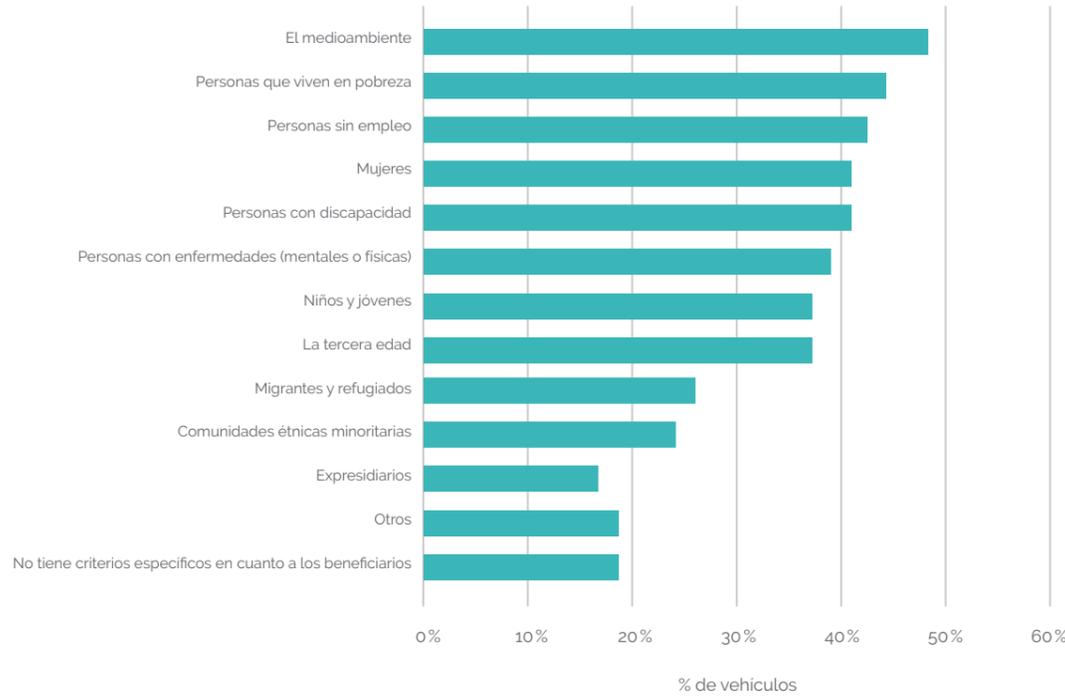
- El **plazo de las inversiones** es muy variable. El 36 % son de cuatro a seis años, pero un 21 % tienen un plazo de dos a cuatro años y un 36 % invierten a más de seis años vista. Las fundaciones son las que ofrecen capital más paciente (el 30 % son a más de ocho años).



MEDICIÓN DEL IMPACTO CON CAMINO POR RECORRER HACIA LA GESTIÓN DEL IMPACTO

Gráfico 19: Beneficiarios

n = 54 vehículos

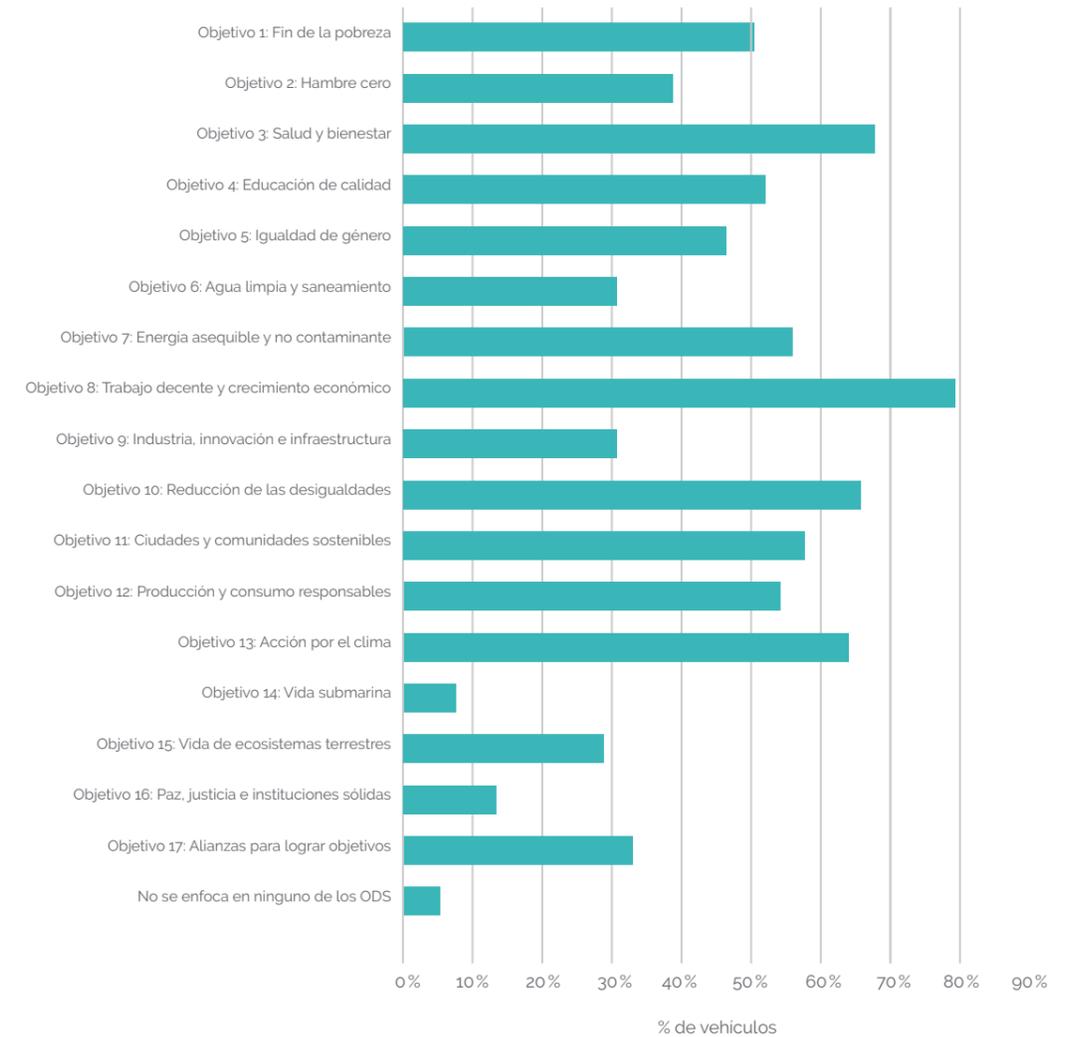


- Existe una gran diversidad entre los **beneficiarios** de la inversión de impacto, ya que la mayoría de los vehículos se dirigen a varios colectivos. Casi el 50 % de los vehículos tienen el **medioambiente** como uno de sus principales "beneficiarios", seguido de aquellos colectivos que viven en situación de exclusión por causa de la pobreza, el desempleo, la discapacidad o las enfermedades. Los retos específicos de las mujeres también son el objetivo de más del 40 % de los vehículos.



Gráfico 20: Objetivos de Desarrollo Sostenible

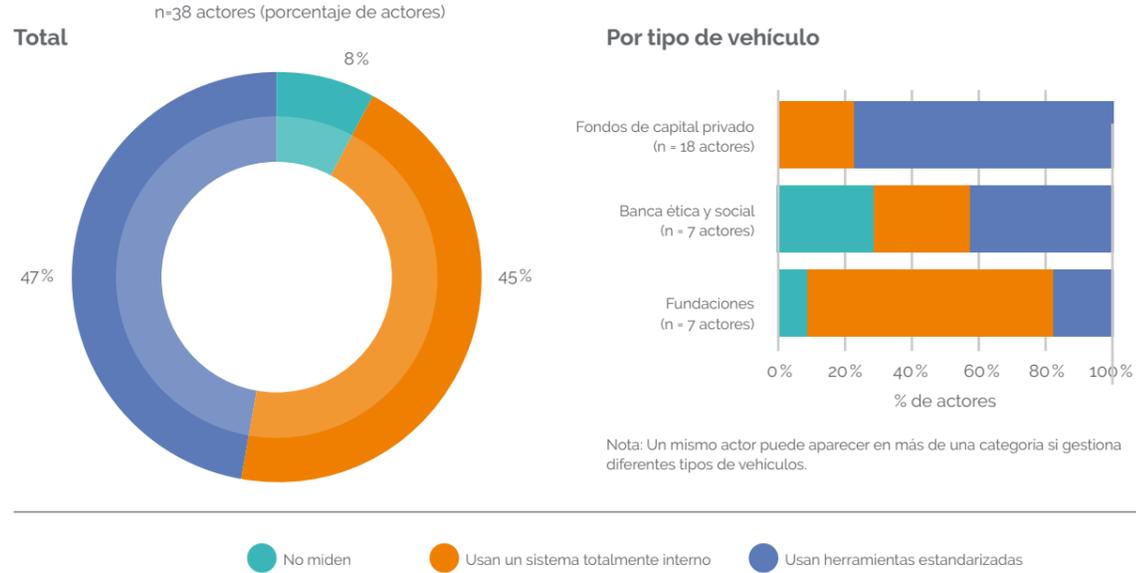
n = 54 vehículos



- En cuanto a los **Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)**, todos son la meta de algún inversor de impacto. Los más comunes son el ODS 8 (Trabajo decente y crecimiento económico), el ODS 3 (Salud y bienestar), el ODS 10 (Reducción de las desigualdades) y el ODS 13 (Acción por el clima).

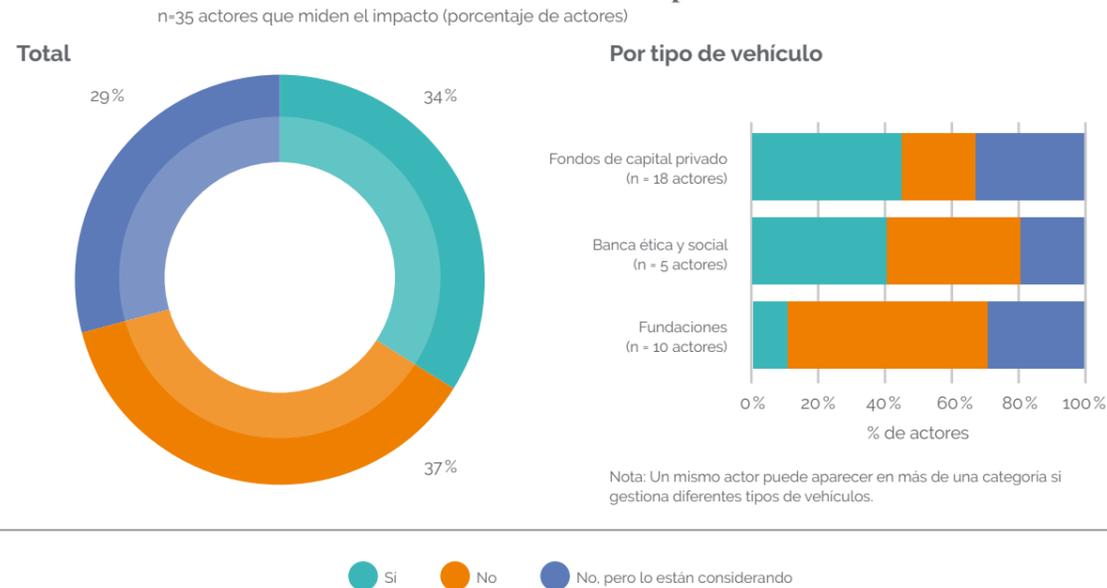


Gráfico 21: Medición del impacto



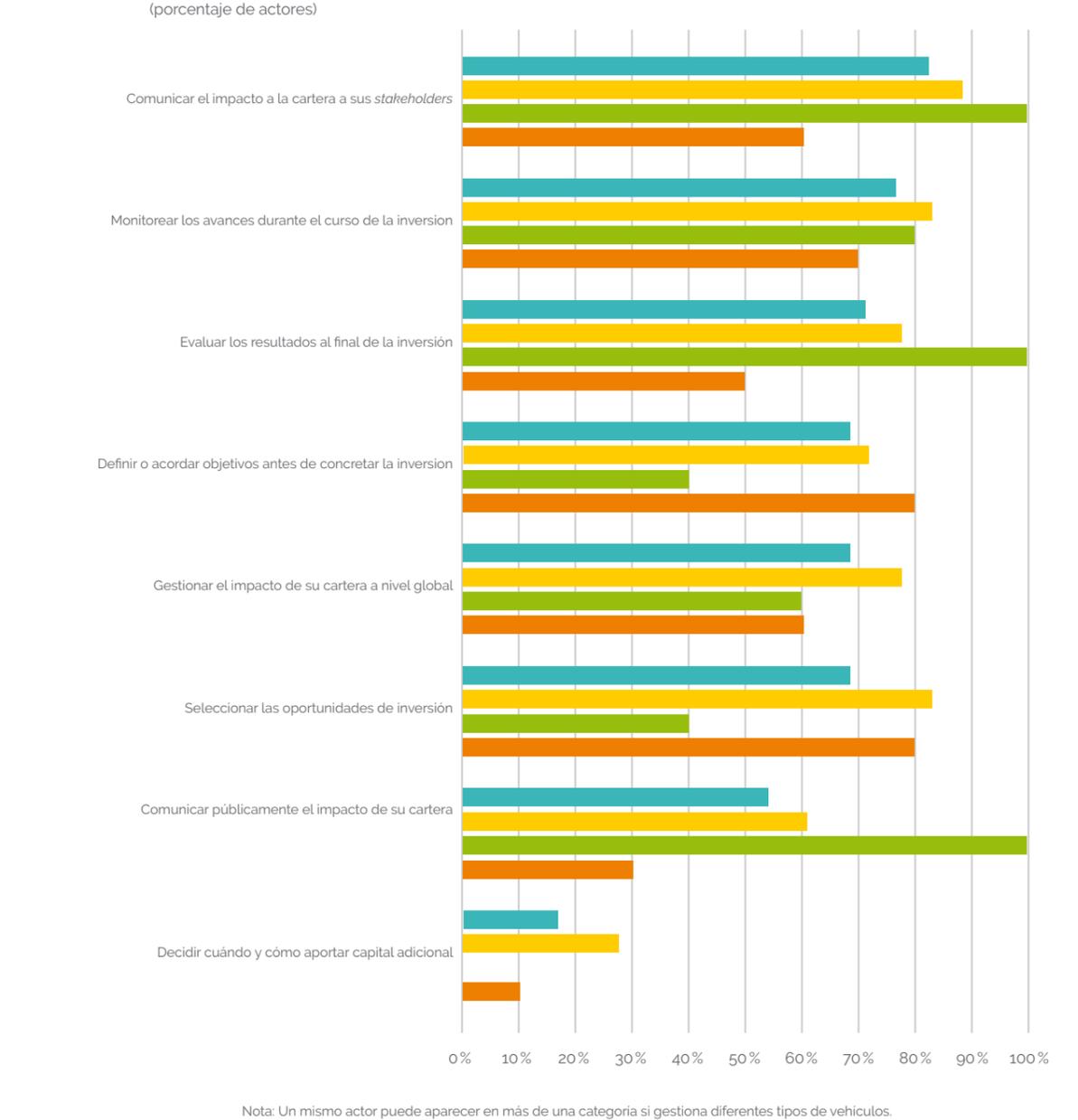
• La medición del impacto es un elemento clave de la inversión de impacto. El 92 % de los actores miden su impacto social o medioambiental y aproximadamente la mitad de ellos utilizan herramientas estandarizadas, mientras que la otra mitad utilizan únicamente herramientas internas. Los fondos de capital privado son los que tienden a utilizar más las herramientas estandarizadas (78 %).

Gráfico 22: Auditoría del sistema de medición del impacto



• Aproximadamente un tercio de los actores que miden el impacto y casi el 50 % de los fondos de capital privado van más allá y hacen auditorías externas de sus sistemas de medición del impacto, lo cual aporta más rigor y transparencia al proceso.

Gráfico 23: Usos del sistema de medición

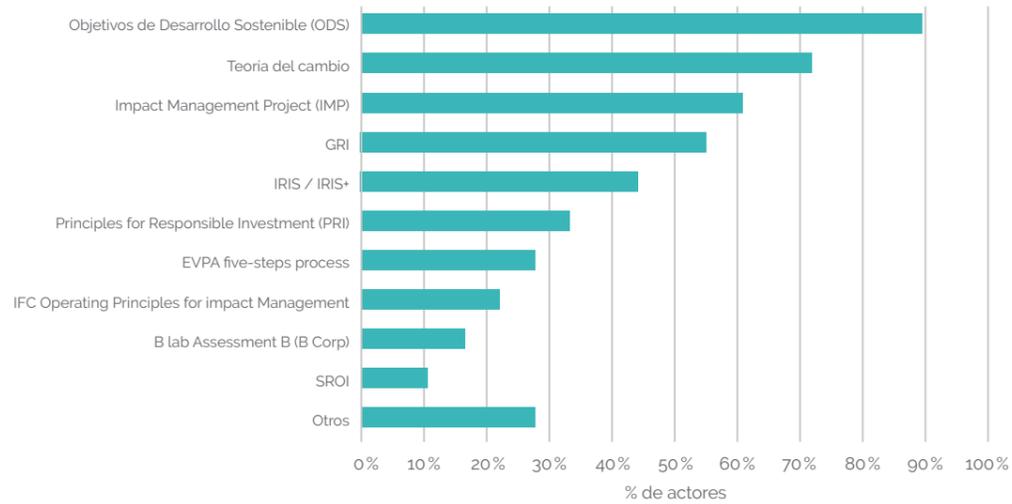


• El principal uso de los indicadores de medición del impacto es comunicar los resultados a los diferentes grupos de interés (*stakeholders*), lo cual demuestra que hay inversores que efectúan la medición del impacto, pero no su gestión, es decir, maximizan el impacto positivo y minimizan el negativo. Sin embargo, también se puede observar que muchos actores (cerca del 70 %) utilizan su sistema de medición a lo largo de todo el proceso de inversión (para definir objetivos, seleccionar oportunidades, monitorizar los avances, evaluar los resultados, etc.).

CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

Gráfico 24: Utilización de herramientas estandarizadas para la medición del impacto

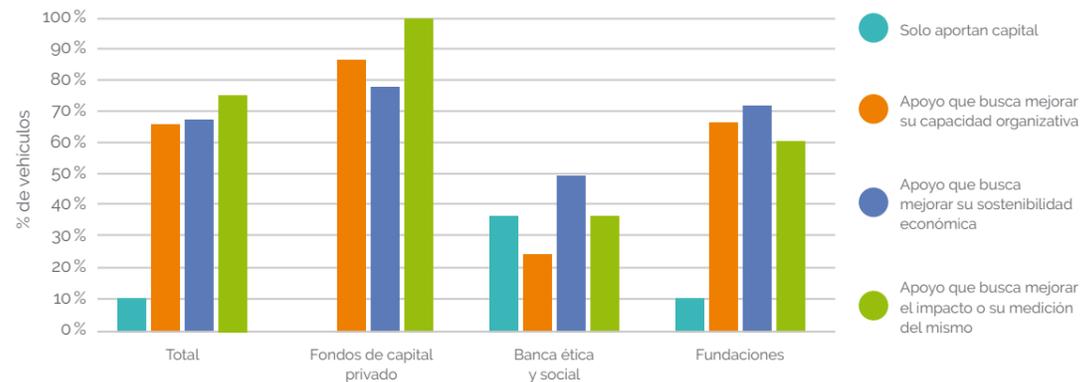
n = 18 actores que utilizan herramientas de medición del impacto estandarizadas



- Entre los actores que utilizan herramientas de medición estandarizadas, las más comunes son los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), la teoría del cambio, el Impact Management Project (IMP) y la Global Reporting Initiative (GRI).
- Es importante destacar que muchas de estas herramientas son complementarias y se utilizan en distintas fases del proceso de inversión. Algunas son para estandarizar el proceso; otras, para estandarizar los indicadores; otras, para estandarizar la gestión de la cartera, y otras son principios de actuación.

Gráfico 25: Aportaciones no financieras

n=53 vehículos



- Otra forma a través de la cual muchos inversores de impacto aportan valor a las organizaciones en que invierten son las aportaciones no financieras. En este sentido, se puede ver que solo el 11 % dicen que aportan únicamente capital.
- En el detalle por tipo de actor, se ve que los fondos de capital privado, seguidos de las fundaciones, son los que hacen aportaciones no financieras en mayor medida, tanto para mejorar la capacidad organizativa de las empresas objeto de inversión como para apoyar su sostenibilidad económica y la gestión de su impacto.

Otras inversiones con impacto no incluidas en el estudio

Más allá de la inversión de impacto que se ha contabilizado en este estudio, hay otras inversiones y modelos de financiación que también generan un impacto positivo relevante. A continuación, mencionamos cuatro estrategias de inversión con impacto que han utilizado algunas de las organizaciones que han participado en el estudio, pero cuya actividad no encaja en la definición de inversión de impacto o en el alcance de este esfuerzo por dimensionar el sector.

INVERSIÓN INDIRECTA

En este estudio, hemos contabilizado únicamente los activos destinados a la inversión directa en empresas sociales u otras organizaciones con una misión social clara. Ello significa que no hemos incluido las inversiones que se realizan en otros fondos de inversión, ya que nuestro objetivo era evitar la "doble contabilidad". Esta práctica de inversión indirecta la llevan a cabo, por ejemplo, fundaciones que tienen invertidas sus reservas en fondos de impacto, o los llamados "fondos de fondos", que diversifican sus activos bajo gestión en varios fondos de impacto de distintos sectores y geografías. Cabe destacar que, en caso de que la inversión indirecta se haga en fondos extranjeros, esos activos no estarán contabilizados en este estudio.

COMERCIALIZACIÓN DE FONDOS EXTRANJEROS

Algunas de las gestoras de fondos que han participado en el estudio e invierten en activos cotizados comercializan en España los fondos que gestionan en otros países. Como nuestro criterio de inclusión era que los activos se gestionasen desde España, estos fondos no se han contabilizado en las cifras de tamaño del mercado. Sin embargo, es una actividad muy relevante, porque permite a inversores individuales participar en la inversión de impacto, al tiempo que diversifican el riesgo y mantienen unas expectativas de retorno financiero en línea con el mercado. De cara a futuros estudios, se plantea la posibilidad de incluir tanto el capital gestionado desde España como el capital gestionado de origen español –en cuyo caso se contabilizaría la parte de estos fondos extranjeros que se ha comercializado en nuestro país–.

MICROFINANZAS

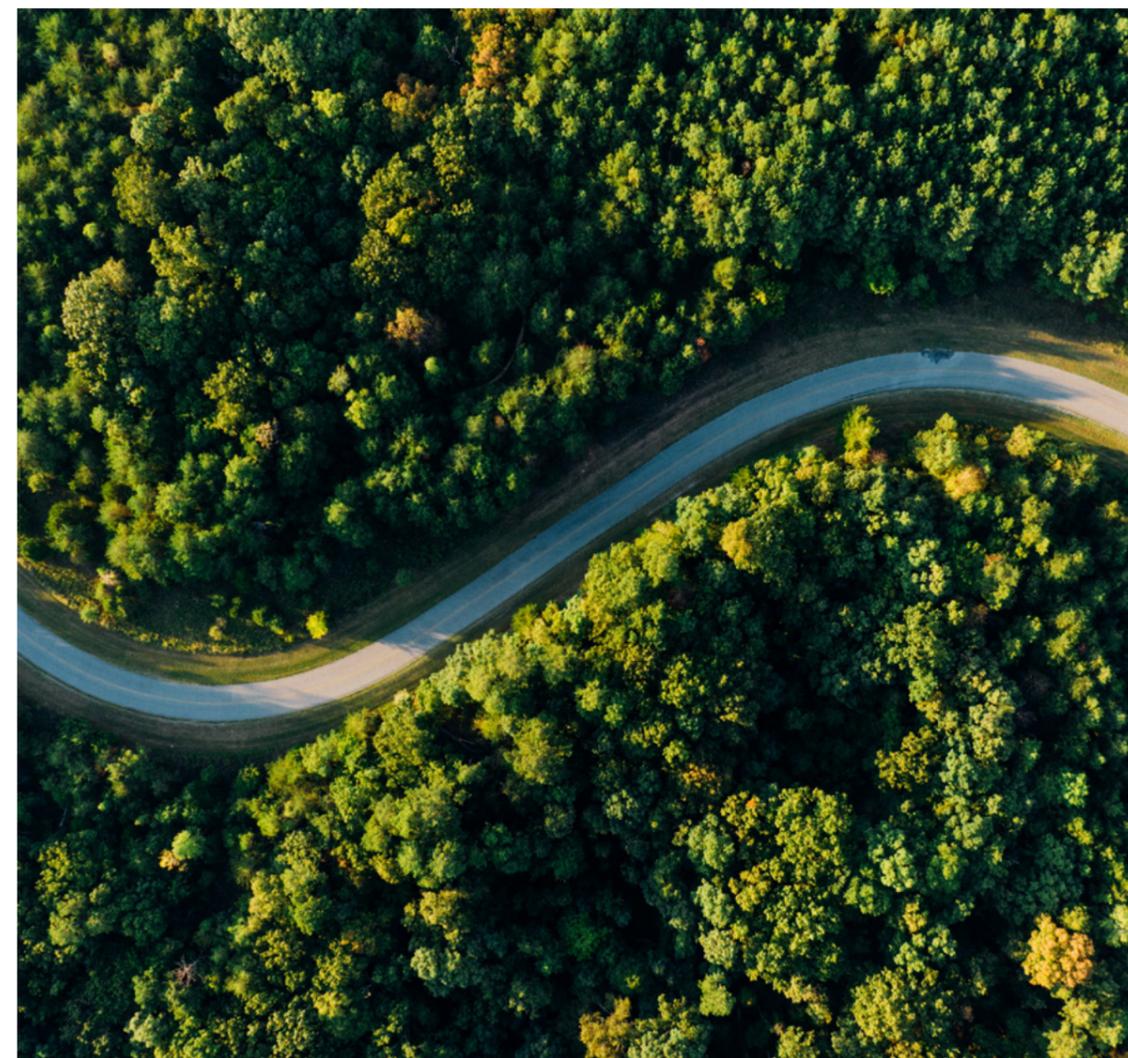
Las microfinanzas fueron un sector pionero en el mundo de la inversión de impacto, pues desde los años setenta y ochenta ha habido organizaciones que han combinado el retorno financiero con un impacto social muy relevante a través de la inclusión financiera. Hoy en día, una parte de las inversiones de impacto se destina a las instituciones microfinancieras, que son las que prestan servicios financieros a familias o microempresas que de otro modo tendrían difícil acceso al sistema bancario tradicional. Siguiendo con los criterios de inclusión adoptados en este estudio, hemos contabilizado aquellos fondos o vehículos gestionados desde España que invierten en instituciones microfinancieras, aunque estas últimas puedan estar en distintas geografías. También en coherencia con nuestros criterios, con respecto a las instituciones microfinancieras en España, hemos incluido los microcréditos a las empresas sociales, pero no los préstamos realizados directamente a las familias o a las empresas tradicionales –lo cual no excluye que estas líneas de actividad tengan un impacto relevante a través de la inclusión financiera y que esta actividad se pueda incluir en futuros estudios–.

BONOS VERDES Y SOCIALES

Dentro de la inversión sostenible y responsable, un instrumento financiero que ha crecido significativamente en los últimos años son los llamados *bonos verdes y sociales*. Se trata de títulos de deuda que se emiten para financiar específicamente proyectos relacionados con la protección ambiental, el bienestar social o la sostenibilidad.⁸ Estas actividades pueden incluir la financiación de una planta de energía renovable, la apertura de una línea de financiación para pequeñas y medianas empresas en regiones de menor desarrollo económico o la financiación del gasto social de una Administración pública. En España, donde se emitieron 15.024 millones de euros en bonos verdes y sociales en 2020, los principales emisores son las grandes entidades financieras y las empresas eléctricas.⁹ Pese a que estos instrumentos financieros son una buena herramienta para canalizar la inversión hacia actividades sostenibles, no los hemos incluido porque no siempre cumplen el criterio de que las entidades receptoras sean organizaciones con una misión social clara.

8. Spainsif (2019): *La inversión sostenible y responsable en España*.

9. Observatorio Español de la Financiación Sostenible (2021): *La financiación sostenible en España en 2020*.



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

.....

Reconocimientos

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

MIEMBROS DEL COMITÉ DE EXPERTOS:

Agustín Vitórica, **GAWA Capital**
 Ángela Alférez, **Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI)**
 Carlos Capela, **Federated Hermes**
 Eduardo del Río, **Asociación Española de Fundaciones (AEF)**
 Emilio Ayanz, **Creas**
 Fabrizio Ferraro, **IESE Business School**
 Gorka Goikoetxea, **Fundación Anesvad**
 Javier Garayoa, **Foro Español de Inversión Sostenible (Spainsif)**
 José Carlos Villena, **COFIDES**
 Marcel Abad, **Oportunitas**
 María Ángeles León, **Open Value Foundation**
 Oscar Muguerza, **Laboral Kutxa**

PARTICIPANTES EN EL ESTUDIO:¹⁰

- | | | | |
|--------------------------------------|--|--|-------------------------------|
| • Andbank España | • Management EAF SL | • Impact Bridge Asset Management | • Pablo Blanco Cabirta |
| • Ángela Impact Economy | • Federated Hermes | • Impact Partners Iberica | • PC30 |
| • Arcano Partners | • Fiare Banca Etica | • inuit Fundación | • Plan Asociado de UGT |
| • AXIS Participaciones Empresariales | • Fundación Anesvad | • Inversiones Financieras Perseo (Iberdrola) | • Portocolom AV |
| • Ayuda en Acción | • Fundación Antonio Aranzábal | • Investir&+ | • Qualitas Equity |
| • Bridgestone Hispania Pensión, FP | • Fundación BBK | • Itzarri EPSV de Empleo | • Repsol Impacto Social |
| • CaixaBank | • Fundación CODESPA | • La Bolsa Social | • Rezinkers |
| • CAPSA FOOD | • Fundación Daniel y Nina Carasso | • Laboral Kutxa | • Santalucía Asset Management |
| • Caser Asesores Financieros | • Fundación EKI | • Magallanes Value Investors | • Santander Asset Management |
| • Chandra3X | • Fundación Finanzas Éticas y Asociación Finanzas Éticas Castilla y León | • Mago Equity | • Seed Capital Bizkaia |
| • COFIDES | • GAWA Capital | • MAPFRE | • SEPIDES |
| • Colonya, Caixa Pollença | • Geroa Pentsioak EPSV de Empleo | • Meridia Capital | • Ship2B Ventures |
| • Coop57 | • Gesiuris AM | • MicroBank | • Suma Capital |
| • Creas | • Global Social Impact | • Mondragon | • Triodos Bank España |
| • EdRAM España | • Hazilur | • Mutua Madrileña | • UnLtd Spain |
| • Elkarkidetza | • HOGAR SÍ | • Netri Fundación Privada | • Zubi Capital |
| • Escaladora Ventures | | • Oikocredit | |
| • Eurocapital Wealth | | • Open Value Foundation | |
| | | • Oxfam Intermón | |

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



Socio académico:



Con el apoyo de:

