
**Center for
Business in
Society**



La apuesta del *impact investing*

Invertir contribuyendo a la mejora de la sociedad

La apuesta del *impact investing*

Invertir contribuyendo a la mejora de la sociedad

Joan Fontrodona Felip

Profesor del Departamento de Ética
Empresarial del IESE

David Levy Faig

Director General de DiverInvest

Pablo Sanz Fernández

Asistente de Investigación del IESE

Miguel Casas Huguet

Activos Financieros de DiverInvest

Resumen ejecutivo	7
1. Introducción	8
2. ¿Qué es el <i>impact investing</i>?	9
2.1. Características	9
2.2. El <i>investment continuum</i>	9
2.3. El espacio del <i>impact investing</i>	11
3. El ecosistema del <i>impact investing</i>	14
3.1. Sociedad y medioambiente	15
3.2. Empresas sociales	15
a) El <i>business model</i> de la empresa social	17
b) Oportunidad para las empresas sociales	19
c) Clasificación de las empresas sociales	19
3.3. Inversores de impacto	21
a) Motivación de los inversores	21
b) Tipos de inversores de impacto	21
3.4. Agentes intermediarios	22
3.5. Administraciones y gobiernos	22
4. La medición del impacto social	24
4.1. La importancia de la medición del impacto	24
4.2. Estándares de medición	25
5. El <i>impact investing</i> como forma de inversión	27
5.1. Clases de activo de <i>impact investing</i>	27
5.2. Características de los activos	28
a) Rentabilidad	28
b) Riesgos	29
c) Liquidez y tamaño de las inversiones	29
5.3. Razones para invertir en <i>impact investing</i>	30
a) Bajos ratios de quiebra o impago	30
b) Baja volatilidad	30
c) Baja correlación con el mercado	30
5.4. Análisis y selección de productos de <i>impact investing</i>	33
6. Conclusión	34

Resumen ejecutivo

El *social impact investing*, también llamado simplemente «*impact investing*» o «inversión de impacto», se define como **aquellas inversiones llevadas a cabo en empresas sociales, de forma directa o a través de intermediarios, con la intención de generar un impacto social y medioambiental junto con un retorno financiero.**

Esta nueva forma de inversión supone para sus inversores un modo de contribuir a la solución de problemas sociales y medioambientales a través de sus actividades habituales, a saber, la selección de las mejores iniciativas empresariales, la aportación de capital y el apoyo en la dirección estratégica de estas iniciativas.

El *impact investing* se incluye en el ámbito de la provisión de capital. Las diferentes formas de inversión que existen abarcan un contínuum que va desde la inversión con fines exclusivamente económicos, donde se encuentran la **inversión tradicional** y la **inversión socialmente responsable**, hasta las formas de donación de capital meramente filantrópicas, en las que se sitúan tanto la **filantropía tradicional** como la **venture philanthropy**.

Frente a estos planteamientos divergentes, y a menudo excluyentes, el **impact investing** se sitúa en una posición intermedia e integradora al producir, al mismo tiempo, un retorno financiero para los inversores y un impacto social y medioambiental.

La inversión de impacto, que apuesta por modelos de negocio económicamente rentables y eficientes, presenta dos importantes características: **escalabilidad**, en la medida en que propone modelos de negocio que pueden servir de inspiración a otros emprendedores y ser replicados en otros lugares, y **autosostenibilidad**, en tanto que estas iniciativas buscan mantenerse por sí mismas a través de su propia capacidad de generar ingresos.

Para que el *impact investing* alcance un mayor desarrollo, es necesaria la participación activa de agentes sociales y económicos en lo que se ha llamado el «**ecosistema del impact investing**». Además de las **empresas sociales** y de los inversores de impacto, hay que tener en cuenta también a los agentes intermediarios, los Gobiernos y Administraciones, y, en último término, las necesidades sociales

y los conflictos medioambientales que se intentan solucionar con la participación de todos ellos.

En el desarrollo de este sector, y para que la dimensión social pueda ser tratada con el mismo rigor que la financiera, es también importante la cuestión de la **medición del impacto social**. Dicha medición resulta vital para que los inversores y las empresas sociales puedan establecer sus objetivos, llevar a cabo su seguimiento e incorporar la dimensión social en sus procesos de decisión.

Como **producto financiero**, la inversión de impacto puede tomar la forma de diversas clases de activos: **préstamos** a una compañía o un individuo, **participaciones en el capital** de una empresa y **productos híbridos**, una combinación de los dos anteriores. En el caso de los préstamos u otros productos de deuda, la inversión es de menor riesgo, puede tener una duración reducida y no condiciona la estrategia de la empresa ni modifica la estructura de su capital. La inversión en forma de capital implica, en cambio, una participación activa en la gestión de la empresa, de modo que se asumen plazos más largos y mayores riesgos a cambio de una rentabilidad más elevada. Por último, las características de los productos híbridos pueden variar considerablemente en cuanto a su duración, riesgo y rentabilidad.

Finalmente, la inversión en estos productos de impacto **puede aportar un elevado valor a las carteras de los inversores**. En el caso de los préstamos y productos de deuda, destacan unas rentabilidades moderadas de gran estabilidad gracias a los bajos ratios de impago y quiebra de empresas y particulares, la reducida volatilidad de los precios de los activos y la escasa correlación con el mercado. En el caso de la inversión en capital de las empresas sociales, al tratarse de modelos de negocio innovadores localizados en economías emergentes, el riesgo puede ser alto, pero las rentabilidades pueden alcanzar niveles muy elevados si se lleva a cabo una gestión apropiada.

1. Introducción

Cada vez más instituciones gubernamentales y privadas reconocen que los retos a los que se enfrenta el mundo globalizado actual son de tal envergadura que los medios y recursos financieros tradicionales no resultan suficientes para solucionarlos¹. Problemas sociales y ambientales tales como la escasez de agua y alimentos, el desempleo, la falta de sistemas sanitarios eficientes, el bajo nivel de educación, los grupos sociales en riesgo de exclusión, el cambio climático, la acumulación de residuos, el uso de combustibles fósiles o la falta de mecanismos eficientes de distribución de la riqueza no pueden ser ignorados, pero tampoco se pueden resolver solamente con acciones filantrópicas que no ofrezcan soluciones eficientes y sostenibles.

Por otro lado, en un mundo de la información donde estos problemas son cada vez más visibles y están más interiorizados por todos los estamentos de la sociedad (no exclusivamente por los Gobiernos, sino también por los ciudadanos y las instituciones privadas), se exige que la actividad económica no sólo reconozca esta situación, sino que intervenga y plantee soluciones. La demanda de responsabilidad a empresas, inversores y Gobiernos es cada vez mayor.

Ante esta situación, el mundo de las inversiones no puede mantenerse al margen. Como motor de la actividad económica y empresarial, debe participar de forma responsable, siendo consciente del gran impacto que su actividad tiene en la sociedad y el medioambiente. Es de gran importancia que la actividad de los inversores no sólo se oriente a la obtención de beneficios económicos, sino también al desarrollo social en todo el mundo y a la solución de las graves situaciones de injusticia y desigualdad que sufren poblaciones enteras.

El *social impact investing*, también llamado simplemente *«impact investing»* o «inversión de impacto», nace como una propuesta dirigida a los inversores para que contribuyan a dar una respuesta económicamente eficiente a los mayores retos sociales y medioambientales de este nuevo siglo.

En un panorama global en el que la actividad económica se ha orientado casi exclusivamente al beneficio personal y ha dejado en un segundo plano la contribución social, esta nueva forma de inversión se centra en la consecución de ambos objetivos: contribuir al desarrollo de la sociedad y a la mejora del medioambiente sin renunciar a un retorno económico para los inversores.

En este documento se definirá, en primer lugar, qué es el *impact investing*. A continuación, se pasará a describir las características que lo distinguen de otras formas de inversión ya asentadas en la economía actual. Posteriormente, se valorará la implicación de los diferentes sectores de la sociedad en este nuevo ámbito, teniendo en cuenta tanto a los participantes directos (a saber, inversores y empresas) como a otros agentes secundarios (por ejemplo, Gobiernos o intermediarios). Después, se abordará el estudio de la medición del impacto social. Por último, se evaluará qué aporta el *impact investing* a una cartera de inversión.

¹ Bridges Ventures y The Parthenon Group (2012), «Investing for Impact: Case Studies Across Asset Classes»; OCDE (2015), «Social Impact Investing: Building the Evidence Base»; N. O'Donohoe *et al.* (2010), «Impact Investments: An emerging asset class», J.P. Morgan.

2. ¿Qué es el *impact investing*?

2.1. Características

El *impact investing* se define como:

«Aquellas inversiones llevadas a cabo en empresas sociales, de forma directa o a través de intermediarios, con la intención de generar un impacto social y medioambiental junto con un retorno financiero»².

De esta definición se pueden extraer cuatro características principales que deben estar presentes para que una inversión se considere de impacto³:

1. Son **inversiones**, esto es, formas de **provisión de capital**. No se limitan a ningún tipo de activo financiero, ya que pueden ser a corto o a largo plazo, y pueden tomar desde forma de deuda hasta de capital de inversión, con la correspondiente participación en la empresa en la que se decide invertir.
2. Tienen la **intención de generar un impacto social o medioambiental positivo**, claramente especificado ya antes de llevar a cabo la inversión. Todo beneficio social que se derive de la inversión no será, por tanto, accidental, sino que procederá tanto de una selección proactiva a la hora de hacer la inversión como de un seguimiento apropiado y responsable de la actividad de las empresas o del fondo de inversión.
3. Buscan no sólo un beneficio para la sociedad, sino también un **retorno financiero positivo para el inversor**, de modo que beneficio social y rentabilidad económica deben ir siempre unidos. Por tanto, quedan fuera del *impact investing* acciones filantrópicas, como donaciones o subvenciones, de las que no se espera una rentabilidad financiera positiva.
4. Demandan que **ambas dimensiones, económica y social, sean tenidas en cuenta**, tanto en las políticas de inversión de quienes aportan capital

como en la estrategia de quienes son receptores de esas inversiones, dado que su objetivo fundamental es generar un impacto social. Por este motivo, igual que el desempeño en el ámbito económico es cuantificado y evaluado, toda inversión de impacto y toda empresa implicada deberán también **medir el impacto en los ámbitos social y medioambiental**. El éxito de la inversión no sólo se valorará en la consecución de objetivos financieros, sino también en la de metas sociales o medioambientales, necesariamente cuantificables.

2.2. El *investment continuum*

A partir de las características que se acaban de señalar, el *impact investing* se coloca entre dos sectores de provisión de capital que hasta el momento se encontraban claramente separados: por un lado, el mundo de la inversión estrictamente financiera y, por otro, el mundo de la filantropía.

En el primer caso, la actividad de los inversores ha tenido tradicionalmente como objetivo la obtención de una elevada **rentabilidad financiera** en favor del provecho particular del inversor; por el contrario, el objetivo fundamental de la filantropía ha sido el de generar el mayor **beneficio social y medioambiental** posible sin esperar retorno económico alguno. Ambas actividades de provisión de capital, a lo largo de su historia, han trabajado de manera independiente y centradas exclusivamente en su propia dimensión, bien fuera la obtención de rentabilidades, bien la generación de beneficios sociales.

Esta fuerte división entre ambas prácticas ha generado, en gran medida, un sector financiero despreocupado por el impacto que su actividad tiene en la sociedad y el medioambiente, y un sector filantrópico que no ha tenido en cuenta variables como la eficiencia en el uso de recursos, la creación de iniciativas autosuficientes o, especialmente, la creación de incentivos para la inversión en programas de contribución social. Ante esta situación, ninguno de los actores ha sido capaz de plantar cara, en último término, a los graves conflictos sociales y medioambientales de la actualidad.

Teniendo en cuenta estas posturas extremas, así como otras propuestas que buscan cierta integración de ambas, junto con la nueva respuesta que plantea el *impact investing* puede dibujarse una especie de

² Global Impact Investing Network, «What is Impact Investing?». Véase: <http://www.thegiin.org/cgi-bin/iowa/resources/about/index.html>.

³ N. O'Donohoe *et al.* (2010), «Impact Investments: An emerging asset class», J.P. Morgan.

FIGURA 1. EL INVESTMENT CONTINUUM



Fuente: Figura basada en European Venture Philanthropy Association, «What is VP?» (véase: <http://evpa.eu.com/about-us/what-is-vp/>); OCDE (2015), «Social Impact Investing: Building the Evidence Base».

*investment continuum*⁴ (Figura 1), el cual refleja las semejanzas y diferencias entre todas estas propuestas según su capacidad de generar valor económico (entendido como rentabilidad financiera) y valor social:

- **Inversión tradicional.** Se trata de aquella actividad inversora que sólo tiene en cuenta el resultado financiero, que debe ser positivo y lo más elevado posible, mientras que su impacto en la sociedad no es evaluado ni sopesado. El receptor de esta inversión, por regla general, será la empresa tradicional, cuyo modelo de negocio se orienta a la obtención de beneficios y a la generación de dividendos para propietarios y accionistas. Puede ser que estas empresas lleven a cabo algunas acciones en materia social, como, por ejemplo, la donación de parte de los beneficios obtenidos a obras caritativas y filantrópicas o la creación de programas de responsabilidad social corporativa (RSC), pero éstas no formarán parte del modelo de negocio de la empresa. En todo caso, en la inversión tradicional, estas iniciativas serán evaluadas en tanto en cuanto tengan un efecto positivo en la generación de beneficio económico.
- **Inversión socialmente responsable (ISR).** Es una aproximación a la inversión que tiene en consideración tanto los riesgos como las oportunidades en materia económica, medioambiental y social que se plantean en la economía global, así como las prioridades éticas de un inversor. Puede tomar diferentes formas, desde la exclusión de compañías que puedan violar normativas internacionales básicas

(*negative screening*) hasta la incorporación de factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG, las siglas del término inglés *environmental, social and governance*) en la estrategia de inversión y en la participación en la compañía en la que se invierte⁵. En este tipo de inversión, el objetivo sigue siendo generar beneficios para los accionistas; sin embargo, se introducen criterios sociales para minimizar el riesgo de la inversión. Por esta razón, la inversión socialmente responsable se centra antes en la minimización del impacto negativo a través de la exclusión de empresas que no cumplen esos criterios que en la generación de impacto positivo, que es lo que sucede con el *impact investing*.

- **Filantropía tradicional.** En el extremo opuesto a la inversión tradicional se encuentra la provisión de capital de la filantropía tradicional. Sin buscar ningún tipo de retorno financiero —ni siquiera la devolución del capital aportado inicialmente—, la filantropía tradicional consiste en la provisión de recursos con el solo objetivo de generar un impacto social y/o ambiental positivo. Esta forma de donación puede concederse a una labor social concreta o a programas de desarrollo social y medioambiental llevados a cabo por empresas privadas o por entidades públicas. La concesión de donaciones filantrópicas acostumbra a estar sujeta a ciertas condiciones, más o menos restrictivas, que garantizan que los recursos se destinen eficientemente a la causa social y que no existan intereses particulares por los que pueda verse afectada.

⁴ European Venture Philanthropy Association, «What is VP?» (véase: <http://evpa.eu.com/about-us/what-is-vp/>); OCDE (2015), «Social Impact Investing: Building the Evidence Base».

⁵ D. Imbert y I. Knoepfel (2011), «360-degrees for Mission», Mistra.

- **Venture philanthropy.** Con el objetivo de crear valor social de forma eficiente y sostenible, la *venture philanthropy* se dedica tanto a la inversión de capital como al apoyo no financiero a iniciativas empresariales capaces de generar y amplificar su impacto social. En el caso de la inversión, la perspectiva de la *venture philanthropy* incluye tanto la concesión de becas y subvenciones (*grant funding*) como la inversión en iniciativas sociales que ocasionalmente pueden generar rentabilidad para los inversores (*social investments*). Mientras que en el *grant funding* las donaciones buscan sólo la generación de impacto y no proporcionan ningún retorno financiero (*impact only*), la estrategia del *social investment* contempla la devolución total o parcial de la cantidad invertida, e incluso la obtención de ciertos beneficios, siempre y cuando la generación de impacto social no se vea comprometida (*impact first*)⁶. En esta última forma de inversión, sin embargo, la aproximación al conflicto social sigue siendo, en gran medida, filantrópica, y sólo es posible un reparto de beneficios entre los inversores si se ha conseguido cumplir todos los objetivos sociales previstos para una determinada inversión. La obtención de beneficios es, por tanto, contingente, y los inversores no tienen garantizada una rentabilidad financiera positiva⁷.
- **Impact investing.** En este panorama, la inversión de impacto supone una propuesta distinta que busca equilibrar las voluntades —anteriormente contrapuestas— de generar retornos financieros para los inversores al mismo tiempo que un impacto social y ambiental. Dentro del *investment continuum*, la inversión de impacto se sitúa entre la inversión socialmente responsable y la filantropía, pero diferenciándose de las dos⁸. Frente a la inversión tradicional y la inversión socialmente responsable, el *impact investing* busca generar rentabilidades positivas (que pueden alcanzar incluso los niveles competitivos de los mercados tradicionales), pero, además, producir un impacto positivo para la sociedad. En contraste con la filantropía tradicional y la *venture philanthropy*, basadas principalmente en la donación de recursos a comunidades en riesgo o a iniciativas empresariales, el *impact investing* es capaz de producir el mismo impacto social positivo y, a

la vez, distribuir beneficios entre los inversores gracias a la inversión en empresas rentables con fines sociales. En definitiva, en toda inversión de impacto, tanto el criterio de rentabilidad como el de contribución social se deben tener en cuenta por igual en la estrategia de inversión y en todos los procesos de toma de decisiones.

2.3. El espacio del *impact investing*

Tal como se reconoce en un informe elaborado por Social Impact Investment Taskforce:

«La crisis financiera del año 2008 ha hecho más patente la necesidad de un esfuerzo renovado por asegurar que el mundo financiero contribuya a construir una sociedad más próspera [...]. Un número creciente de emprendedores de impacto a nivel global quieren encontrar formas innovadoras de resolver los problemas de la sociedad y, cada vez más, están haciendo uso de los recursos de capital con este objetivo»⁹.

A la hora de argumentar a favor de las inversiones de impacto, además de razonamientos que apelan a principios o valores éticos, o a la responsabilidad de los inversores y su contribución al desarrollo de la sociedad (el *moral case* de la inversión de impacto), también hay razones que apelan a los modelos de negocio que caracterizan a las inversiones de impacto (sería el *business case*), especialmente cuando se las compara con los otros tipos de inversión a los que nos hemos referido en los epígrafes anteriores.

El *impact investing* está encontrando su espacio en el panorama financiero global (**Figura 2**). Así como algunas iniciativas sólo se pueden abordar —al menos a corto plazo— a través de prácticas como la inversión socialmente responsable o la filantropía tradicional, muchas otras iniciativas podrían obtener mejores resultados si fuesen llevadas a cabo por empresas sociales rentables con el apoyo de inversiones con impacto.

La inversión con impacto apuesta por modelos de negocio que sean económicamente rentables y eficientes, apoyándose en dos características que la diferencian de las iniciativas de filantropía tradicional o de *venture philanthropy*:

- **Escalabilidad.** Modelos de negocio que sean a la vez rentables y generadores de impacto podrán crecer,

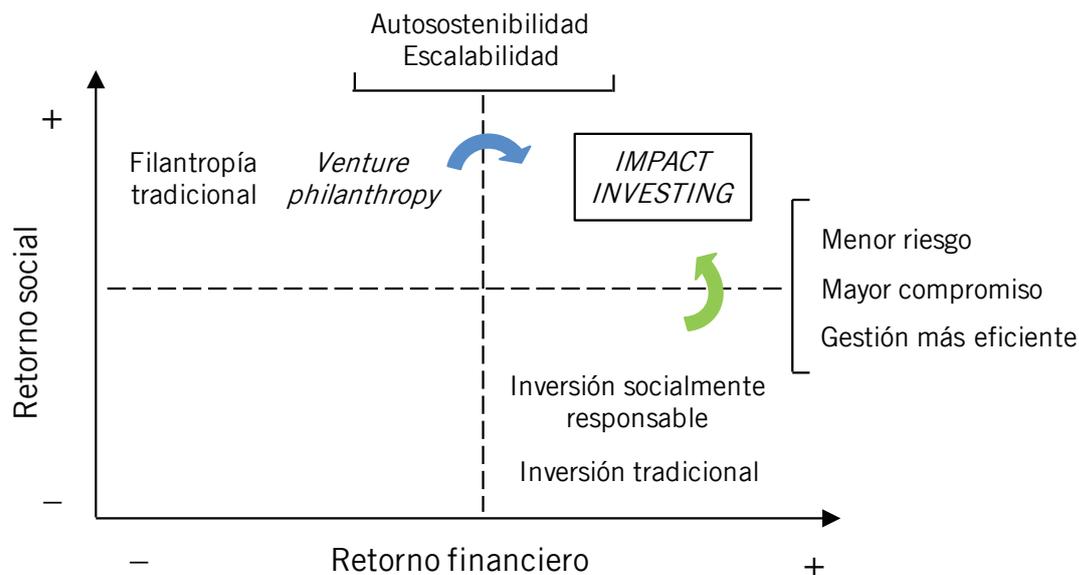
⁶ European Venture Philanthropy Association, «What is VP?». Véase: <http://evpa.eu.com/about-us/what-is-vp/>.

⁷ Big Society Capital, «What is Social Investment?». Véase: <http://www.bigsocietycapital.com/what-social-investment-0>.

⁸ OCDE (2015), «Social Impact Investing: Building the Evidence Base».

⁹ Social Impact Investment Taskforce (2014), «Impact Investment: The Invisible Hearts of Markets».

FIGURA 2. EL ESPACIO DEL *IMPACT INVESTING*



servir de inspiración a futuros emprendedores y ser imitados en diferentes lugares. Dichos modelos podrán recibir una mejor financiación y extender su impacto a nuevas comunidades más fácilmente que en el caso de las iniciativas filantrópicas, las cuales dependen de donaciones altruistas altamente variables y limitadas para su crecimiento.

- **Autosostenibilidad.** Modelos de negocio que permiten que la iniciativa social se sostenga por sí misma, ya que no dependen de donaciones sino de su propia capacidad de generar ingresos. Además, el hecho de que se genere una financiación atractiva para los inversores incentiva su participación, tanto haciendo que el compromiso de los inversores actuales sea más duradero como fomentando la búsqueda de nuevas fuentes de inversión.

En contraposición con los planteamientos de la inversión tradicional y de la inversión socialmente responsable, la participación en inversiones de impacto resulta altamente beneficiosa para los intereses de empresas e inversores y, además, contribuye positivamente en la sociedad y el medioambiente. Concretamente, la implicación de las compañías en materia social comporta los siguientes beneficios dentro y fuera de la organización:

- **Gestión más eficiente.** Las empresas que incorporan en su gestión procesos para medir su impacto social y ambiental son capaces de analizar de forma más completa su actividad. En primer lugar, esta revisión puede contribuir a una gestión

más sostenible de los recursos de la organización y de las actividades que se desarrollan; por ejemplo, una evaluación del impacto social que tiene la empresa sobre sus trabajadores puede contribuir a una mejor gestión de recursos humanos. Asimismo, el estudio del impacto social y ambiental puede favorecer la creación de mejores productos dirigidos a un mayor espectro de la población.

- **Mayor compromiso de los stakeholders.** La participación de la empresa en materia social y medioambiental permite que los diferentes agentes de la organización, tanto externos como internos, compartan intereses y que el resultado de la cooperación sea mejor. Respecto a los agentes internos de la organización, la labor social de la empresa puede favorecer la motivación de los trabajadores, su trabajo en equipo y la relación entre todos los niveles de la compañía. Por otro lado, también se ven fuertemente beneficiadas las relaciones con agentes externos, como socios, distribuidores y Administraciones, al igual que se favorece la imagen y la reputación de la organización y la fidelidad de los consumidores.
- **Menor riesgo.** Como resultado de una gestión eficiente y un mayor compromiso de todos los agentes, los riesgos a los que se enfrenta una empresa volcada en la sociedad y el medioambiente son menores. Por ejemplo, la fidelidad de los consumidores y una fuerte relación con otros agentes económicos pueden reducir los riesgos

económicos y financieros, mientras que un buen gobierno de la organización, comprometido con valores sociales, puede hacer lo propio con los riesgos internos de la compañía.

Los constantes progresos tecnológicos y las mejoras en la organización y en los procesos de las empresas están abriendo nuevos mercados y creando innovadoras formas de negocio con el potencial suficiente para generar valor tanto económico como social. Como destaca un informe elaborado por J.P. Morgan y la Global Impact Investing Network (en adelante, GIIN), «la oportunidad de negocio en los mercados de la base de la pirámide existe», pero requiere modelos de negocio innovadores que asuman el desafío al que las empresas tradicionales no están respondiendo. Desde la perspectiva social, gracias al *impact investing* es posible «reducir el castigo que sufren estas poblaciones de la base de la pirámide al mismo tiempo que se distribuyen beneficios entre los inversores»¹⁰.

La inversión con impacto da pie a que tanto empresas tradicionales con modelos de negocio socialmente poco eficientes como iniciativas filantrópicas en las que no se tiene demasiado en cuenta el balance entre contribución económica e impacto logrado puedan

someterse a examen y plantear una redefinición que las haga, por un lado, socialmente positivas y, por otro, económicamente eficientes.

Pero, además, la inversión con impacto abre una reflexión sobre el panorama económico existente. Según un estudio conjunto de Bridges Venture y The Parthenon Group:

«El viejo sistema binario, esa creencia tan generalizada de que las inversiones con ánimo de lucro sólo podían maximizar el retorno financiero y la contribución social únicamente se podría realizar a través de donaciones benéficas, está desapareciendo»¹¹.

La inversión de impacto nace en el contexto de un paradigma económico centrado casi exclusivamente en el crecimiento y la maximización del beneficio, y que, en gran medida, no ha sabido dar respuesta a las necesidades más básicas y urgentes de la sociedad. El espacio que ocupa el *impact investing* en el panorama económico global de la actualidad es todavía pequeño, pero continúa creciendo a gran ritmo gracias al interés de todos los agentes que participan, los cuales se analizarán con más detalle en el siguiente epígrafe.

¹⁰ N. O'Donohoe *et al.* (2010), «Impact Investments: An emerging asset class», J.P. Morgan.

¹¹ Bridges Ventures y The Parthenon Group (2012), «Investing for Impact: Case Studies Across Asset Classes».

3. El ecosistema del *impact investing*

Más allá de la categorización del *impact investing* como una forma de inversión rentable y socialmente activa, resulta aún más destacable que éste plantea una nueva solución en un panorama global complicado y complejo. Como recoge el Foro Económico Mundial en su informe «From the Margins to the Mainstream»¹²: «el *impact investing* es una cuestión de múltiples *stakeholders*», de modo que, para que pueda alcanzar su pleno potencial, debe analizarse desde la perspectiva de todos los implicados. A partir del estudio de cada uno de estos agentes, se configura lo que a menudo se ha llamado el «ecosistema del *impact investing*»¹³ (Figura 3), que el citado informe resume de esta forma:

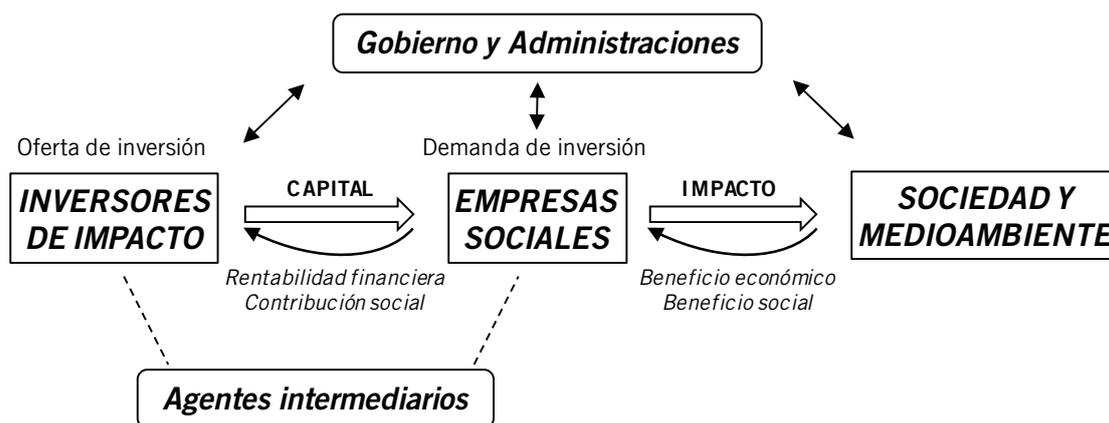
«Incluye a los Gobiernos, ya que las inversiones de impacto ofrecen oportunidades para una distribución más eficiente de servicios públicos; implica a la sociedad civil, desde las organizaciones sin ánimo de lucro que diseñan e implementan los proyectos hasta los destinatarios de los programas sociales, y también involucra a las empresas, desde los emprendedores y abogados hasta los consultores e inversores.

Claramente, para que el *impact investing* alcance todo su potencial, debe ser considerado desde la perspectiva de todos los *stakeholders*».

Tal como recoge la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (en adelante, OCDE) en su informe «Social Impact Investment: Building the Evidence Base»¹⁴, en este ecosistema del *impact investing* pueden distinguirse principalmente cinco tipos de agentes. Cada uno de ellos se puede clasificar, en primer lugar, según sus necesidades e intereses, y, en segundo lugar, según las oportunidades y las soluciones que encuentra en el sector. A continuación, se enumeran dichos agentes y, en futuros apartados, se analizan sus características, motivaciones y tipologías:

- **Sociedad y medioambiente.** En última instancia, toda la actividad de la inversión de impacto se orienta a la contribución a la sociedad y al medioambiente: se trata de articular propuestas con sentido empresarial que permitan solucionar necesidades sociales y conflictos medioambientales. Por tanto, como ya se ha repetido reiteradamente, no sólo se buscan sectores sociales necesitados en los que poder contribuir, sino también ámbitos que presenten oportunidades de negocio capaces de reportar beneficios económicos.

FIGURA 3. EL ECOSISTEMA DEL *IMPACT INVESTING*



Fuente: Figura basada en OCDE (2015), «Social Impact Investing: Building the Evidence Base», y Foro Económico Mundial (2013), «From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors».

¹² Foro Económico Mundial (2013), «From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors».

¹³ Social Impact Investment Taskforce (2014), «Impact Investment: The Invisible Hearts of Markets»; Foro Económico Mundial (2013), «From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors».

¹⁴ OCDE (2015), «Social Impact Investing: Building the Evidence Base».

- **Empresas sociales.** Constituyen la demanda de inversión de impacto. Son aquellas iniciativas empresariales que, buscando generar un beneficio económico a través de su actividad, tienen como objetivo la contribución a una causa social. Para poder desarrollar su actividad, estas empresas sociales necesitan aporte de capital y ofrecen a sus inversores una rentabilidad financiera, así como la oportunidad de contribuir a una causa social.
- **Inversores de impacto.** Constituyen la oferta de inversión de impacto. Son aquellos inversores que, movidos por la bondad de la contribución social y por los beneficios financieros de la inversión, aportan capital a las empresas sociales. Esta provisión se puede llevar a cabo de forma directa o mediante intermediarios. El tamaño y las características de las inversiones puede ser muy variado, y pueden provenir tanto de sectores privados como del sector público.
- **Agentes intermediarios.** Estos agentes trabajan de forma conjunta con los inversores de impacto y las empresas sociales. En algunos casos, los intermediarios gestionan directamente los flujos de capital entre un inversor y las empresas receptoras de la inversión, mientras que, en otros, llevan a cabo actividades de apoyo a inversores o empresas sociales de forma indirecta y/o separada.
- **Gobiernos y Administraciones.** El sector público establece, en primer lugar, los marcos regulatorios oportunos. Pero, dada la doble contribución del *impact investing*, no sólo encuentra una oportunidad económica en la regulación de este mercado, sino también una oportunidad social que requiere una participación activa por su parte.

3.1. Sociedad y medioambiente

Las necesidades sociales y medioambientales a las que atienden el *impact investing* y las empresas sociales son muy diversas. Pueden localizarse tanto en países en vías de desarrollo como en economías desarrolladas, e implican tanto a los sectores más vulnerables de la población como a diferentes conflictos medioambientales. Algunos ejemplos de necesidades sociales pueden ser la carencia de sistemas sanitarios, la malnutrición y la escasez de agua, el desempleo y la falta de educación, o la precariedad en la vivienda y los sistemas de cultivo. Por otra parte, algunos tipos de conflictos medioambientales pueden ser la falta de recursos

energéticos, la contaminación o la gestión ineficiente de residuos¹⁵.

Dado que el *impact investing* no es una forma de filantropía, ni tampoco una actividad enfocada sólo a la obtención de beneficios económicos, su forma de relacionarse con los receptores de las actividades que apoya es muy singular. Esto significa que los sectores de población atendidos por las empresas sociales son, en primer lugar, receptores de ayuda, pero, por otra parte, también se incorporan a la actividad económica y generan valor económico para las empresas sociales.

Como destaca J.P. Morgan, los mercados en los sectores más pobres y vulnerables de la población quedan normalmente desatendidos por las empresas tradicionales, que excluyen a dichas poblaciones porque no forman parte de su base de consumidores potenciales. Asimismo, estos sectores son a menudo incapaces de acceder a los servicios prestados por sus Gobiernos. La investigación académica ha demostrado que la población de la base de la pirámide es, en gran medida, capaz de gestionar sus finanzas para comprar productos y servicios asequibles, así como de mejorar su productividad y la fiabilidad de sus ingresos. Se trata de un mercado que plantea retos operacionales a los nuevos modelos de negocio, los cuales requieren enfoques innovadores para amoldarse a flujos de ingresos altamente variables o para distribuir servicios en zonas rurales remotas. Mientras que los Gobiernos y las iniciativas filantrópicas pueden llegar a proveer estos servicios (tales como la sanidad o la educación), la inversión de impacto tiene la capacidad de complementar estas actuaciones para que lleguen a un mayor número de personas¹⁶.

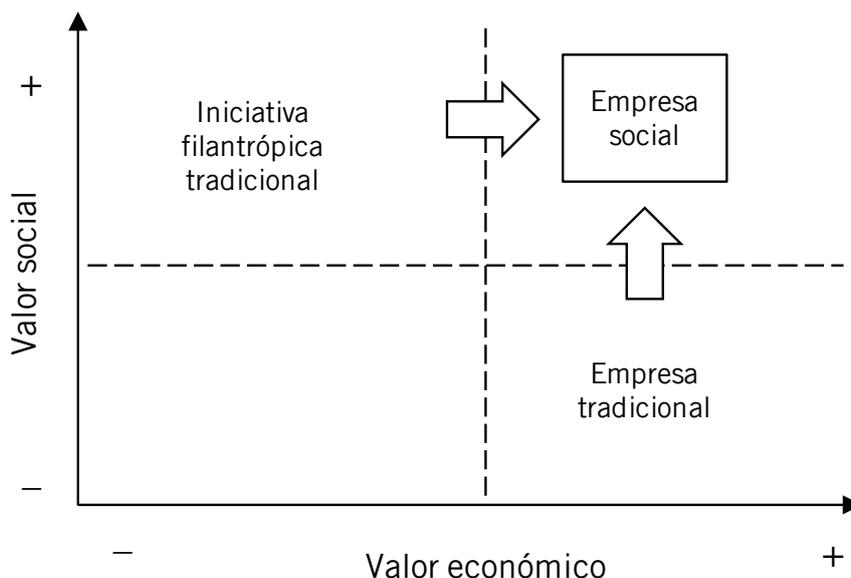
3.2. Empresas sociales

Como respuesta a los conflictos sociales y medioambientales de nuestro tiempo, en los últimos años han aparecido numerosos agentes y organizaciones que han resaltado la necesidad de abordar tales problemas desde una perspectiva de eficiencia como la que aporta el mundo de la empresa. Estas organizaciones, que tienen el objetivo de mejorar la sociedad y contribuir al desarrollo

¹⁵ OCDE (2015), «Social Impact Investing: Building the Evidence Base».

¹⁶ N. O'Donohoe *et al.* (2010), «Impact Investments: An emerging asset class», J.P. Morgan.

FIGURA 4. LA DOBLE GENERACIÓN DE VALOR DE LA EMPRESA SOCIAL



Fuente: Figura inspirada en WBCSD (2006), «Doing business with the poor: A field guide»

sostenible del planeta, han ido conformando una nueva economía a la que se ha llamado «economía social».

El Comité Económico y Social Europeo define la economía social como un sector diferenciado del sistema económico dominante en el que las organizaciones que la integran «llevan a cabo una actividad con el objetivo principal de satisfacer las necesidades de las personas, no de retribuir a los inversores»¹⁷.

Este tipo de organizaciones, que, en comparación con la empresa tradicional, podrían denominarse «empresas sociales»¹⁸, no prescinden necesariamente de la generación de valor para la propia organización, sino que, en todo caso, la complementan con un fin social. Así, por ejemplo, el Pacto Mundial de Naciones Unidas define la empresa social (*social enterprise*) como aquella compañía que «proactivamente tiene la intención de generar un impacto social a la vez que genera beneficios»¹⁹.

Aunque desde un punto de vista de su configuración jurídica y de su modelo de negocio las empresas sociales pueden ser tanto *non-profit* (esto es, que el valor económico que generan lo reinvierten en la propia causa social) como *for-profit*, lo interesante de la aparición de estas iniciativas es justamente la ruptura que implican de esta visión binaria. Tal como recoge la United Nations Social Enterprise Facility:

«La tradicional división entre empresas con ánimo de lucro, que sólo buscan una rentabilidad financiera, y empresas sin ánimo de lucro, que únicamente persiguen un impacto social, está difuminándose a medida que las empresas híbridas van incorporando operaciones generadoras de beneficio económico bajo una misión social»²⁰.

Así como las iniciativas sociales tradicionales propias de la filantropía se centran exclusivamente en la generación de valor social y la empresa tradicional busca sólo la creación de valor económico, la empresa social se orienta a la consecución de ambos objetivos (**Figura 4**). En este sentido, se ve la similitud entre estas iniciativas y el *impact investing*, las sinergias que se pueden encontrar entre los diferentes planteamientos y el apoyo que pueden prestarse entre sí.

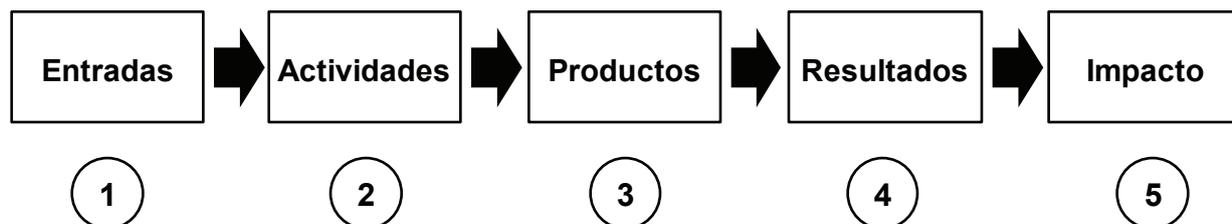
¹⁷ J. L. Monzón, y R. Chaves (2012), «La Economía Social en la Unión Europea», Comité Económico y Social Europeo.

¹⁸ Otras denominaciones que han recibido este tipo de empresas con un doble objetivo (social y económico) han sido: *social venture*, *impact enterprise*, *inclusive business*, *hybrid organization* y *social purpose organization*.

¹⁹ Pacto Mundial de Naciones Unidas, «Social Enterprise and Impact Investing». Véase: https://www.unglobalcompact.org/docs/issues_doc/development/Framework_Social_Enterprise_Impact_Investing.pdf.

²⁰ United Nations Social Enterprise Facility, «Investing in Social Enterprises: WHY». Véase: http://www.unsef.org/wp/?page_id=17.

FIGURA 5. CADENA DE VALOR DE LA EMPRESA SOCIAL



Fuente: Figura traducida de W.K. Kellogg Foundation (2004), «Logic Model Development Guide».

a) El *business model* de la empresa social

La capacidad de generar al mismo tiempo beneficios financieros y sociales reside principalmente en el modelo de negocio de la empresa social, esto es, en qué actividad se lleva a cabo, y, más concretamente, en cómo se contribuye a la mejora de ciertas carencias sociales o medioambientales en el transcurso de su cadena de valor, teniendo en cuenta desde los recursos que se emplean y las operaciones que se llevan a cabo hasta los productos y servicios que se ofrecen, y el efecto de todo ello en el entorno en el que opera la empresa social. Así se muestran, por ejemplo, en el *logic model* desarrollado por la W.K. Kellogg Foundation²¹ (Figura 5).

Siguiendo cada una de estas etapas, es fácil ver en qué se asemeja y en qué se diferencia la empresa social de la empresa tradicional. A partir de unos recursos y una materia prima (1), mediante el trabajo y la actividad de las personas de la empresa (2), dichos recursos se transforman en determinados bienes o servicios (3) que, posteriormente, al ser distribuidos a precios iguales o por encima de los costes de producción, generan unos beneficios económicos.

En línea con esta primera parte del modelo, la generación de impacto positivo por parte de la empresa social se puede producir como consecuencia de dos elementos²²:

- Del **producto o servicio** distribuido (*product impact*), ya que es posible generar un impacto social positivo simplemente mediante el abastecimiento de productos básicos y a precios asequibles a poblaciones necesitadas. En este caso, el impacto sería consecuencia de la **Fase 3** del *logic model*.

- De las **operaciones** llevadas a cabo (*operational impact*). Primero, es posible generar un impacto positivo en el medioambiente si se aprovechan como materia prima (**Fase 1** del *logic model*) ciertos materiales contaminantes o productos de desecho de otras actividades productivas. En segundo lugar, también es posible generar un impacto positivo en una comunidad necesitada mediante la contratación e incorporación de miembros de dicha comunidad en la actividad de la empresa o mediante el establecimiento de acuerdos con ellos como proveedores (**Fase 2** del *logic model*).

Sin embargo, el papel de la empresa social no termina con la distribución de productos, sino que ésta se preocupa, en primer lugar, por los resultados más inmediatos que ha producido su actividad (4) y, en segundo lugar, por los efectos últimos sobre el conjunto de la sociedad y sobre el medioambiente, esto es, el impacto generado (5). A la hora de evaluar dicho impacto (ya sea causado por los productos distribuidos o por las operaciones llevadas a cabo), además de tener en cuenta los resultados y los cambios más inmediatos en la sociedad y el medioambiente (**Fase 4** del *logic model*), será también conveniente considerar cuáles hubieran sido los resultados si tal actividad social no se hubiese llevado a cabo y el conflicto social o medioambiental hubiera seguido su curso. De esta manera, es posible hablar de un impacto real, definido como la diferencia entre los resultados obtenidos por la iniciativa social y lo que hubiera sucedido si no se hubiera llevado a cabo esta actividad²³. Siempre que la intervención de una empresa social contribuya a la mejora de un conflicto, el impacto generado será positivo. Sin embargo, si el conflicto social dejado a su suerte hubiese evolucionado desfavorablemente, el impacto atribuible a la empresa será mayor que si el problema

²¹ W.K. Kellogg Foundation (2004), «Logic Model Development Guide».

²² P. Brest y K. Born (2013), «When Can Impact Investing Create Real Impact?», *Stanford Social Innovation Review*; N. O'Donohoe et al. (2010), «Impact Investments: An emerging asset class», J.P. Morgan.

²³ N. O'Donohoe et al. (2010), «Impact Investments: An emerging asset class», J.P. Morgan.

hubiese sido capaz de mejorar por sí mismo. Para valorar correctamente el grado de impacto positivo logrado, además, será importante tener en cuenta los resultados económicos de la empresa: sólo se podrá hablar de un impacto elevado cuando éste sea, como mínimo, de una magnitud similar a los resultados económicos logrados.

Para entender bien la naturaleza de la empresa social y en qué medida ésta encaja con los objetivos de la inversión de impacto, conviene insistir en que, sea cual sea la actividad desarrollada o el producto o servicio producido, necesariamente deberá existir en todo momento «una **correlación positiva entre el impacto social y el retorno financiero** del negocio»²⁴.

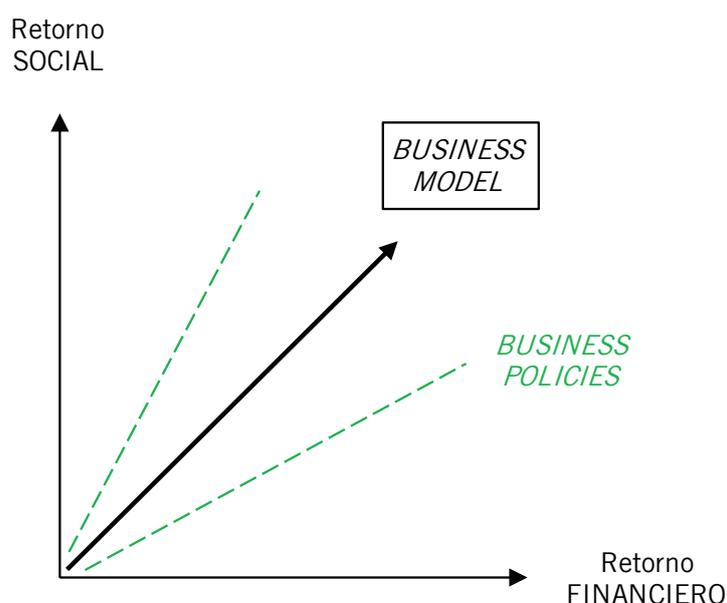
Esta afirmación se puede ilustrar con un ejemplo. Imaginemos una empresa que produce calzado de bajo coste a partir de materiales reciclados y que lo vende a un precio asequible entre personas de bajo poder adquisitivo. En este caso, estableciendo un importe mayor o igual al de los costes de producción se garantiza un beneficio económico. Por otro lado, por cada producto vendido, dado que éste es el resultado de un proceso de reciclado y está dirigido a personas en extrema necesidad, el beneficio social neto generado será también positivo. Si esta empresa no es capaz de alcanzar sus expectativas de venta (por ejemplo, porque su comprador objetivo antepone otras necesidades al calzado), tanto su

beneficio económico como su impacto se verán reducidos. Sin embargo, si se alcanza un gran flujo de ventas (porque el producto tiene cabida en ese mercado y responde a una necesidad prioritaria entre los consumidores), tanto el impacto social como el beneficio económico aumentarán. Una empresa con tal modelo de negocio será una buena candidata para inversores interesados en el *impact investing*.

El **modelo de negocio** será, por tanto, el que determine esta correlación positiva entre retorno financiero y retorno social (**Figura 6**). Visto de modo contrario, toda iniciativa social en la que la correlación sea negativa no podrá ser susceptible de una inversión de impacto porque, o bien se tratará de un modelo de negocio tradicional, en el cual se sacrifica la contribución social en función de la rentabilidad, o bien será una actividad filantrópica: «Cualquier modelo de negocio en el que un incremento unitario en el impacto social o ambiental tenga un coste en términos de retorno financiero será inevitablemente una forma disfrazada de filantropía»²⁵.

A veces, se puede caer en el error de pensar que las empresas sociales —y, por tanto, el *impact investing*— deben ocuparse sólo de problemas sociales o medioambientales críticos. Esto no debe ser así necesariamente: si una iniciativa decide abordar un conflicto menor de una cierta comunidad, pero sus resultados económicos son

FIGURA 6. CORRELACIÓN POSITIVA ENTRE RETORNO SOCIAL Y RETORNO FINANCIERO



²⁴ U. Grabenwarter y H. Liechtenstein (2011), «In Search of Gamma: An Unconventional Perspective on Impact Investing», IESE Business School y Family Office Circle Foundation.

²⁵ U. Grabenwarter y H. Liechtenstein (2011), «In Search of Gamma: An Unconventional Perspective on Impact Investing», IESE Business School y Family Office Circle Foundation.

suficientemente elevados y su contribución social, suficientemente positiva, ya cumplirá las condiciones mínimas para ser considerada una empresa social.

Otra cosa distinta es que, siendo positiva la correlación entre lo social y lo económico, se ponga una mayor incidencia en un lado u otro, es decir, que la empresa esté dispuesta a sacrificar algo de rentabilidad en función de un mayor impacto social o, por el contrario, a reducir el impacto social para, por ejemplo, asegurar la viabilidad del modelo. Serán las **políticas** (*business policies*) las que establezcan en cada caso la forma de salvaguardar tanto la causa social como la viabilidad económica, estableciendo los límites que no se deben traspasar en la toma de decisiones y la definición de estrategias.

Siguiendo el ejemplo que se ha comentado anteriormente, aun siendo un modelo de negocio de correlación positiva, éste podría desvirtuarse si, por ejemplo, se decidiese reducir excesivamente los salarios de los trabajadores o rebajar la calidad del producto para obtener mayores ganancias. Del mismo modo, si se aumentasen los salarios o se establecieran unos precios excesivamente bajos, se vería afectada la viabilidad económica.

Unas políticas de empresa acertadas tendrán como objetivo limitar la actuación de la propia organización en defensa tanto de la rentabilidad económica como del impacto social, y también decidirán si se pone una mayor incidencia en uno u otro. Correlativamente, también dentro de unos límites determinados, los inversores de impacto podrán estar dispuestos a sacrificar algo de sus expectativas en términos de rentabilidad económica en función del impacto social de sus inversiones.

b) Oportunidad para las empresas sociales

Tal como constatan la OCDE y la Comisión Europea, la creación y el desarrollo de empresas sociales en sus distintas variedades se topan con importantes barreras en la actualidad. Entre estos impedimentos destacan especialmente «la falta de adaptación de los marcos regulatorios y legales, de financiación y de acceso a los mercados, la carencia de apoyo a las empresas y de estructuras de desarrollo, y la insuficiente formación»²⁶.

Ante esta situación, la principal aportación que puede ofrecer la inversión de impacto es una financiación apropiada. El acceso a capital es imprescindible

²⁶ OCDE y Comisión Europea (2013), «Policy Brief on Social Entrepreneurship: Entrepreneurial Activities in Europe».

en la creación y desarrollo de estas empresas, que acostumbran a obtener recursos tanto de la distribución de bienes y servicios en los mercados como de los subsidios públicos y las donaciones privadas, así como de la ayuda y el trabajo voluntario²⁷. Al depender de fuentes tan variables y no poder acceder a los mercados tradicionales de financiación –por no ofrecer suficientes garantías a las entidades de crédito–, el crecimiento y la expansión de estas empresas pronto se ve limitado, a pesar de tener una mayor probabilidad de éxito que las *start-ups* o empresas tradicionales de nueva creación²⁸. Por esta razón, el establecimiento de un mercado adaptado como el de la inversión de impacto podría permitir una mejor evaluación de la oportunidad de estas iniciativas y del riesgo de las inversiones, así como facilitar una participación más elevada y un mayor flujo de inversión hacia este sector social.

Además de la mera provisión de capital, el *impact investing* puede contribuir de otras formas al crecimiento de las empresas sociales. En primer lugar, esta inversión de capital puede ir acompañada de un apoyo o implicación en el rumbo y la estrategia de la empresa social. En segundo lugar, y a un nivel más global, el desarrollo del *impact investing* puede favorecer tanto la comunicación como el aprendizaje de los demás agentes implicados en el ecosistema, lo cual tendría como resultado mejores marcos legales y regulatorios, mejores servicios de asistencia y consultoría a empresas sociales, una reducción de los costes de operación de estas compañías y una mejor evaluación de sus resultados económicos y sociales.

c) Clasificación de las empresas sociales

Las empresas sociales pueden ser de naturaleza muy diversa, y en su clasificación pueden utilizarse distintos criterios. Dado que lo más característico de estas empresas es su contribución social, destacan especialmente dos ámbitos para su catalogación: primero, el **sector económico** en el que se enmarca la actividad de la empresa, y, segundo, la **localización geográfica** de dicha actividad. Mientras el primer criterio determinará la naturaleza o el tipo de impacto generado, el segundo servirá para identificar al receptor, ya sea una comunidad de personas o un determinado ecosistema natural.

En cuanto al primer criterio de clasificación, los **sectores económicos** de las empresas sociales pueden agruparse en dos grandes bloques:

²⁷ Comisión Europea (2013), «Social economy and social entrepreneurship».

²⁸ Comisión Europea (2013), «Social economy and social entrepreneurship».

1. Sectores de impacto social, en los cuales la actividad de la empresa genera un impacto positivo principalmente sobre personas y comunidades. Algunos sectores de impacto social pueden ser la agricultura y la alimentación; la construcción; la tecnología y el acceso digital; el desarrollo económico; la cultura; la educación; el comercio justo; la justicia social; la salud y los sistemas de sanidad; el alojamiento y la vivienda; el acceso a financiación para particulares, comunidades y empresas; el acceso a servicios básicos de energía y transporte, etc.

2. Sectores de impacto medioambiental, en los cuales es el medioambiente el que se beneficia en mayor grado de la actividad de la empresa social. Algunos ejemplos de estos sectores pueden ser las energías renovables; la gestión de residuos y el reciclaje; la agricultura sostenible; la calidad y el manejo del agua; la gestión eficiente de recursos energéticos y naturales; la gestión de materias primas y materiales; la construcción sostenible, etc.²⁹

Puede darse el caso de iniciativas concretas en las que se produzca simultáneamente impacto social y medioambiental. Por ejemplo, una agricultura productiva y sostenible será beneficiosa tanto para las personas como para el medioambiente.

El segundo criterio de clasificación, la **localización geográfica** de las empresas sociales, puede tener en cuenta tanto el lugar de origen de las compañías como, sobre todo, en qué comunidades o ecosistemas se llevan a cabo sus actividades. En cuanto a este segundo aspecto, a menudo se ha destacado que los inversores de impacto suelen centrarse tanto en mercados emergentes como en mercados desarrollados, siendo necesaria en ambos casos una cierta experiencia local para abordar la complejidad que este tipo de inversión plantea tanto a nivel económico como social³⁰. En concreto, se puede decir que hasta el momento el *impact investing* está fluyendo principalmente desde las economías más desarrolladas (Norteamérica y Europa occidental), tanto hacia los sectores más vulnerables de estos mismos países como hacia economías en vías de desarrollo (África subsahariana, Asia, América Latina), contando con una fuerte presencia en regiones fronterizas (México, norte de África, Europa oriental)³¹.

A partir de estos dos criterios —sector de impacto y localización geográfica—, en el año 2014 la GIIN llevó a cabo un estudio utilizando la información aportada por más de 4.000 iniciativas sociales que ayuda a comprender la distribución de las empresas sociales por sectores y zonas³²:

FIGURA 7. CLASIFICACIÓN DE EMPRESAS SOCIALES SEGÚN LOCALIZACIÓN Y SECTOR ECONÓMICO

	ASIA DEL ESTE Y PACÍFICO	ÁFRICA SUBSAHARIANA	ASIA DEL SUR	EUROPA Y ASIA CENTRAL	LATINOAMÉRICA Y CARIBE	NORTEAMÉRICA	ORIENTE PRÓXIMO Y NORTE DE ÁFRICA	TOTAL
AGRICULTURA	18	141	14	17	293	34	3	520
ARTESANÍA	4		3	4	14	8		33
CULTURA					15	11		26
EDUCACIÓN					5	34		39
ENERGÍAS	48	32	14	3	17	9		123
MEDIOAMBIENTE					9	48		57
SERVICIOS FINANCIEROS	361	598	406	443	518	542	81	2.949
SANIDAD	3	10	8	4	21	27		73
DESARROLLO DE VIVIENDA			5		5	31		41
TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN	11	46	16	8	50	64	4	199
DESARROLLO DE INFRAESTRUCTURAS					7			7
OTROS	12	12	30	14	104	51	9	232
SERVICIOS DE CADENA DE SUMINISTRO	4		3		12	78		97
SERVICIOS DE ASISTENCIA TÉCNICA				4	15	139		158
TURISMO				4	4	9		17
AGUA	3					4		7
TOTAL	472	844	505	510	1.091	1.089	100	4.611

Fuente: Figura traducida de Global Impact Investing Network (2014), «IRIS Data Brief».

²⁹ Correlation Consulting (2012), «Insights and Innovations: A Global Study of Impact Investing + Institutional Investors»; Global Impact Investing Network (2015), «ImpactBase Snapshot: An Analysis of 300+ Impact Investing Funds».

³⁰ N. O'Donohoe *et al.* (2010), «Impact Investments: An emerging asset class», J.P. Morgan.

³¹ Y. Saltuk *et al.* (2015), «Eyes on the Horizon: The Impact Investor Survey», J.P. Morgan.

³² Global Impact Investing Network (2014), «IRIS Data Brief».

3.3. Inversores de impacto

a) Motivación de los inversores

En el mundo de la inversión, «los proveedores de capital cada vez se interesan más por el *social impact investing* como un modo de diversificar sus inversiones y perseguir objetivos sociales y financieros»³³. En términos generales, los inversores valoran la inversión de impacto por esta doble contribución, la consideran una forma de prosperar económicamente invirtiendo en causas buenas para la sociedad y el medioambiente (el llamado «*doing well by doing good*»). Sin embargo, estos mismos inversores pueden verse atraídos en mayor o menor grado por los beneficios financieros o por los beneficios sociales del *impact investing*. En este sentido, se pueden distinguir dos aproximaciones a este tipo de inversión:

- **Inversores que priorizan el retorno financiero.** Aquéllos para los que es más importante obtener una rentabilidad de mercado para alcanzar una distribución de activos óptima. El apoyo a una iniciativa social se llevará a cabo sólo en el caso de que, con unos índices de riesgo financiero similares, la iniciativa social genere una rentabilidad mayor o igual que la de cualquier otra inversión tradicional.
- **Inversores que priorizan el retorno social.** La motivación principal es el objetivo social de la entidad en la que invierten, por lo que estarán dispuestos a recibir una menor rentabilidad económica a cambio de que se cumpla dicho objetivo. Sin embargo, su aproximación no es filantrópica, ya que no renuncian a la obtención de ciertos beneficios. Esta rentabilidad positiva pero moderada es fundamental, ya que supone, además, una garantía de la eficiencia de la empresa social en la que se invierte.

b) Tipos de inversores de impacto

Entre los grupos de inversores de impacto más importantes se distinguen principalmente los siguientes³⁴:

- **Instituciones financieras de desarrollo.** Respaldadas por Gobiernos de economías desarrolladas, son unas de las entidades líderes en la provisión

de capital en el mercado del *impact investing*. Generalmente se centran en la provisión de capital para la consolidación de nuevas empresas sociales, por lo que son más activas en la inversión en fondos de nueva creación. A menudo se asocian con otros proveedores de capital y solicitan el apoyo de la regulación local y de los mercados financieros para aumentar los beneficios que supone el fomento del emprendimiento empresarial, del crecimiento económico y de la creación de empleo.

- **Fundaciones.** Su motivación es principalmente social, y su inversión en el sector del *impact investing* tiene generalmente por objetivo, más que solucionar carencias sociales y medioambientales a corto plazo, fomentar el ecosistema de este tipo de inversión para generar así cambios sociales a largo plazo.
- **Inversores individuales y family offices.** Son los inversores más activos en el mercado del *impact investing*, dada su alta flexibilidad y autonomía. Las motivaciones de estos tipos de inversores son más variadas que en el caso de los inversores institucionales, presentando desde intereses centrados en la rentabilidad económica de las inversiones hasta posiciones guiadas por su potencial social.
- **Fondos de pensiones y compañías de seguros.** Son inversores menos activos, especialmente cuando se trata de inversiones que generan retornos por debajo del retorno de mercado. Sus obligaciones fiduciarias son elevadas, por lo que buscan mitigar los riesgos de la inversión.
- **Empresas.** El *impact investing* y su doble beneficio social y económico les aporta no sólo un retorno financiero moderado, sino también beneficios en la gestión de la reputación y fidelidad. A la hora de gestionar las relaciones con sus *stakeholders*, impacto una buena respuesta a las demandas de las empresas pueden encontrar en la inversión de consumidores, empleados, inversores, Gobiernos y ONG.
- **Fondos soberanos de inversión.** Se centran en cuestiones de desarrollo local y nacional, e invierten para asegurar que se cumplen los objetivos de crecimiento a largo plazo. Su inversión también responde a objetivos establecidos de carácter social o medioambiental.

³³ OCDE (2015), «Social Impact Investing: Building the Evidence Base».

³⁴ Foro Económico Mundial (2013), «From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors»; Correlation Consulting (2012), «Insights and Innovations: A Global Study of Impact Investing + Institutional Investors»; N. O'Donohoe *et al.* (2010), «Impact Investments: An emerging asset class», J.P. Morgan.

3.4. Agentes intermediarios

A menudo, entre los inversores de impacto y las empresas sociales se sitúan otros agentes intermediarios. Éstos pueden gestionar el capital de los inversores, que es finalmente dirigido a las empresas sociales, o simplemente prestar apoyo logístico a alguno de estos dos. Tal como destaca el Foro Económico Mundial, «una intermediación efectiva puede contribuir a generar liquidez, reducir el riesgo, disminuir los costes de información y transacción, y facilitar los mecanismos de pago». Además, «los intermediarios juegan un papel crucial en la creación de nuevos productos, vehículos y estructuras de inversión que encajen con las necesidades de los principales inversores establecidos»³⁵.

En el ecosistema del *impact investing*, los intermediarios que participan son mayoritariamente pequeños y especializados³⁶. Entre los intermediarios más habituales destacan los siguientes:

- **Fondos de inversión de impacto.** Son el medio por el cual la mayoría de inversores establecidos invierte en las empresas sociales. En algunos casos pueden estar asociados a bancos o instituciones de desarrollo, o se pueden especializar en regiones o sectores específicos.
- **Instituciones depositarias.** Proveen capital de deuda a las empresas sociales. Como sucede con otros bancos, las instituciones depositarias especializadas en *impact investing* reciben pequeños depósitos y administran préstamos. Sin embargo, el factor diferencial es que conceden sus préstamos a empresas sociales, y el volumen de éstos acostumbra a ser menor que el de los préstamos comerciales tradicionales.
- **Networks.** Proporcionan recursos y servicios para hacer crecer el ecosistema del *impact investing*. Estas redes a menudo se dedican a reunir a los diferentes actores del sector para colaborar en la promoción de buenas prácticas, fomentar la asociación de iniciativas y aumentar la escala de todo el sector.
- **Organizaciones de calificación y certificación.** Ayudan a evaluar el desempeño social y medioambiental de las empresas sociales o de los

fondos de *impact investing*, reduciendo el riesgo mediante la provisión de una certificación objetiva y una calificación para los inversores.

- **Asesores financieros.** Proveen información sobre posibles inversiones, productos financieros y estructuras de carteras de valores a sus inversores individuales y *family offices*. Sin ser propiamente entidades dedicadas al fomento del *impact investing*, su conocimiento y participación en el sector puede fomentar considerablemente este tipo de inversión gracias a su estrecha relación con clientes y otros inversores.
- **Gestorías, consultorías y empresas aceleradoras.** Proporcionan servicios de consultoría a los gestores y propietarios de activos, y ayudan también a crear programas de *impact investing*, constituir carteras de valores y desarrollar estrategias de inversión para las diferentes clases de activos. Las aceleradoras de *start-ups* ayudan a las empresas sociales en sus primeras etapas de vida mediante asesoría, incubación y asistencia técnica. Muchas de estas empresas también proveen capital inicial o participación de crecimiento para hacer que la empresa llegue a ser autosostenible.
- **Bolsas de valores y plataformas de inversión.** Facilitan la actividad de los inversores que deciden invertir en empresas sociales. Su labor consiste en identificar oportunidades de inversión y atribuirles un valor y un riesgo de forma apropiada.

3.5. Administraciones y gobiernos

El papel que los diferentes Gobiernos y Administraciones desempeñan en el mundo del *impact investing* no es en absoluto secundario. Cada vez más, tanto el sector público como el privado están constatando que los conflictos sociales y medioambientales a los que nos enfrentamos en este nuevo siglo «son demasiado grandes y complejos como para que los resuelvan por su cuenta los Gobiernos y los actuales sectores sociales»³⁷. En este sentido, «muchos Gobiernos están empezando a buscar vías más efectivas para abordar tales retos y a reconocer que los modelos del sector privado pueden ofrecer aproximaciones innovadoras»³⁸.

³⁵ Foro Económico Mundial (2013), «From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors».

³⁶ Foro Económico Mundial (2013), «From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors».

³⁷ Social Impact Investment Taskforce (2014), «Impact Investment: The Invisible Hearts of Markets».

³⁸ OCDE (2015), «Social Impact Investing: Building the Evidence Base».

Para estos sectores públicos, el *impact investing* ofrece una buena oportunidad económica, pero, especialmente, se trata de una gran oportunidad de contribución social, ya que este modelo de inversión «se centra en cuestiones tales como la sanidad, la educación o la reducción de la pobreza, unos ámbitos que generalmente abordan los Gobiernos»³⁹. La implicación de los organismos gubernamentales empieza, por tanto, por la elaboración de marcos regulatorios adecuados, aunque va más allá, siendo necesaria su implicación también como inversores, agentes sociales e intermediarios para el conocimiento y fomento del sector.

Tal como destaca un informe de la OCDE, el rol concreto de los Gobiernos y las Administraciones en el mundo de la inversión de impacto puede ser muy

variado. Por un lado, el sector público puede jugar un papel catalizador en el mercado del *impact investing* mediante políticas que favorezcan la transparencia y el conocimiento del sector, y que animen a la participación de todos los agentes económicos. Algunas medidas pueden ir orientadas a potenciar la provisión de inversión, por ejemplo, mediante la concesión de créditos fiscales o subsidios, mientras que también se pueden promocionar otras formas de asistencia no financiera, como servicios de apoyo directo en la gestión de la empresa. Finalmente, también existe la posibilidad de que se promuevan disposiciones centradas en la creación de intermediarios, como son los bancos mayoristas, las plataformas de intercambio y otros canales de capital, de forma que la conexión entre empresas sociales e inversores sea más sencilla⁴⁰.

³⁹ Foro Económico Mundial (2013), «From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors».

⁴⁰ OCDE (2015), «Social Impact Investing: Building the Evidence Base».

4. La medición del impacto social

4.1. La importancia de la medición del impacto

Dado que la inversión de impacto implica tanto beneficio social como rentabilidad financiera, el desempeño de la empresa en los diferentes campos sociales y medioambientales es tan importante como su rendimiento en el plano económico. Sin embargo, aunque es sencillo evaluar cuantitativamente la actividad de la empresa en términos de riesgo y retorno financiero, no sucede lo mismo en el caso del impacto social y medioambiental.

Esta dificultad se da por diferentes motivos: en primer lugar, porque el impacto que genera cualquier iniciativa abarca multitud de dimensiones sociales y medioambientales, y es necesario encontrar variables medibles y representativas del impacto social o medioambiental generado para cada una de ellas; en

segundo lugar, cuando toda esta diversa información se ha recabado, surge la cuestión de cómo agrupar y sintetizar estos datos para que muestren globalmente el grado de impacto conseguido; finalmente, es destacable la necesidad de indicadores de impacto que se puedan comparar entre sí y que ayuden a los inversores a evaluar cómo una inversión puede ser más rentable que otra en términos no ya sólo de rentabilidad financiera, sino también de rentabilidad social. Toda esta problemática constituye, en definitiva, la cuestión de **la medición del impacto**, que se presenta tanto en la gestión de la empresa social como en los criterios de la inversión de impacto.

Social Impact Investment Taskforce⁴¹ propone un proceso de medición del impacto que debe llevar a cabo tanto la empresa social como el inversor de impacto y en el que se detallan las distintas etapas que se deben tener en cuenta (**Figura 8**).

Inicialmente, se debe definir unos objetivos (1) y seleccionar unas variables significativas y un

FIGURA 8. PROCESO DE MEDICIÓN DEL IMPACTO SOCIAL

Planificar	1) Establecer objetivos	<i>Establecer el impacto deseado de la inversión.</i>
	2) Desarrollar un marco de trabajo y escoger un sistema de medición	<i>Determinar qué estándares de medición serán utilizados para evaluar los resultados de la inversión.</i>
Hacer	3) Recoger y almacenar la información	<i>Capturar y almacenar la información de forma ordenada.</i>
	4) Validar la información	<i>Validar la información para asegurar que es completa y transparente.</i>
Evaluar	5) Analizar la información	<i>Revisar y analizar la información para entender cómo progresan las inversiones en referencia a los objetivos establecidos.</i>
Revisar	6) Informar	<i>Compartir la información con los diferentes stakeholders.</i>
	7) Tomar decisiones en la gestión de la inversión	<i>Identificar e implementar mecanismos de decisión para ajustar la inversión a sus objetivos.</i>

Fuente: Figura traducida de Social Impact Investment Taskforce (2014), «Measuring Impact».

⁴¹ Social Impact Investment Taskforce (2014), «Measuring Impact».

sistema de medición apropiado (2). Una vez comienza la actividad ordinaria, la información debe ser recopilada, almacenada (3) y contrastada (4). Posteriormente, como ocurre con los resultados económicos, los datos deben ser analizados por la empresa y el inversor, comparando estos resultados con los objetivos establecidos (5). Finalmente, las conclusiones se deben difundir entre los diferentes *stakeholders* (6) y adaptarse para que sea posible su evaluación y comparación en términos de inversión, de forma que, posteriormente, se puedan tener en cuenta en los procesos de decisión de futuras inversiones (7). Como resultado del proceso de medición del impacto social, la empresa tendrá criterios suficientes para decidir si los objetivos de impacto social se han conseguido o no y en qué medida. Asimismo, los inversores de la empresa no sólo conocerán su desempeño financiero, sino también su contribución social y medioambiental.

El proceso de medición del impacto social es a menudo «complejo, costoso y subjetivo»⁴², sin embargo, es fundamental si se quiere generar un impacto positivo en la sociedad de forma efectiva⁴³. La implantación de procesos de medición de impacto tanto en empresas sociales como en empresas convencionales permite recopilar una información que a menudo pasa desapercibida. A partir de ella se pueden evaluar mejor factores como el aprovechamiento de los recursos naturales, la vertebración social que genera la empresa en sus trabajadores o la valoración del servicio que se ofrece a los consumidores. La medición del impacto repercute en la toma de decisiones y en la estrategia de la empresa, y se traduce en una mayor eficiencia y un mejor servicio a la comunidad. Cuantos más ámbitos sociales y medioambientales abarque la medición, más completo será el análisis, y se podrá estudiar mejor si su impacto en las personas o el medioambiente se puede considerar netamente positivo o negativo en términos generales.

4.2. Estándares de medición

La información sobre el impacto generado puede ser utilizada de diferentes maneras y con diferentes propósitos por parte de los distintos agentes que forman parte del ecosistema del *impact investing*:

«Las empresas quieren entender, rastrear y divulgar su desempeño social, así como comparar su actuación con la de otras empresas de su mismo sector. Los gestores de fondos también necesitan sistemas para tratar la variedad de información que reciben de las empresas de su cartera de valores. Las sociedades de inversión a menudo invierten en diferentes lugares geográficos, sectores y tipos de activos, bien sea directamente en compañías o a través de fondos de inversión»⁴⁴.

Para las necesidades de estos agentes, es necesario, por tanto, disponer de herramientas y, sobre todo, de estándares de medición que faciliten la comparación entre toda la variedad de inversiones.

Con este objetivo, se han desarrollado numerosas herramientas y metodologías que se encargan de evaluar, medir e informar sobre el impacto de la empresa social y de la inversión de impacto. A menudo se ha resaltado la fragmentación en el uso de estas herramientas y la consiguiente falta de estandarización⁴⁵, sin embargo, son cada vez mayores los esfuerzos por integrar estas metodologías en marcos de trabajo comunes que den una respuesta global.

Para ilustrar esta variedad de herramientas, resulta útil un estudio realizado por Purpose Capital⁴⁶, en el que se analizan algunas de las metodologías de medición más importantes. Según dicho estudio, pueden distinguirse tres tipos de metodologías:

- **Metodologías centradas en los procesos (*process methods*)**. Monitorizan la eficiencia y la efectividad en la generación de los diferentes productos y servicios que más adelante generarán un cierto impacto social o ambiental. Algunas de las metodologías de procesos más importantes son:

- o *Best Available Charitable Option* (BACO), propuesta por Acumen Fund.
- o *Social Return Assessment*, propuesta por Pacific Community Ventures (PCV).
- o *B Rating System* y *B Impact Assessment*, propuestas por B Lab.

⁴² N. O'Donohoe *et al.* (2010), «Impact Investments: An emerging asset class», J.P. Morgan.

⁴³ Social Impact Investment Taskforce (2014), «Measuring Impact».

⁴⁴ N. O'Donohoe *et al.* (2010), «Impact Investments: An emerging asset class», J.P. Morgan.

⁴⁵ European Venture Philanthropy Association (2013), «A Practical Guide to Measuring and Managing Impact».

⁴⁶ Purpose Capital (2013), «Guidebook for Impact Investors: Impact Measurement».

- o *Sustainable Livelihoods* (SL), propuesta por el Departamento para el Desarrollo Internacional del Reino Unido.
- o *Impact Assessment Dashboard*, propuesta por Endeavor.
- o *Global Impact Investing Rating System* (GIIRS).
- o *Impact Reporting and Investment Standards* (IRIS).
- **Metodologías centradas en el impacto final (*impact methods*)**. Relacionan la producción de bienes o servicios con los resultados que éstos producen en la sociedad o el medioambiente. La metodología de impacto más utilizada es la conocida como «theory of change».
 - **Metodologías de monetización (*monetization methods*)**. Se encargan de asignar un cierto valor monetario a los resultados producidos y al impacto generado, de modo que sea sencillo valorar y comparar inversiones. De este grupo de metodologías, las más conocidas son:
 - o *Social Return on Investment* (SROI)
 - o *Cost-Benefit Analysis*
 - o *Socially Adjusted Interest Rate*, propuesta por Social Capital Partners

5. El *impact investing* como forma de inversión

En el panorama global de la inversión, la actividad del inversor se orienta siempre a obtener una rentabilidad atractiva según el nivel de riesgo que esté dispuesto a asumir. Considerando este hecho, la distribución de activos financieros es un factor clave que genera el 92% de la rentabilidad de la inversión. Es decir, elegir bien la mezcla o el porcentaje que se invierte en cada tipo de activo (por ejemplo, acciones cotizadas, bonos, cuenta corriente, pisos para alquiler, oro, acciones de empresas no cotizadas, etc.) condicionará mucho más la rentabilidad final que, por ejemplo, decidir la inversión entre dos entidades financieras. La correcta diversificación de los activos generará más valor que la simple apuesta por un activo concreto, ya que, como parecen confirmar los datos históricos (**Figura 9**), no existe ningún tipo de activo que a lo largo del tiempo haya mantenido su rentabilidad de forma estable. Invertir, por tanto, en diferentes activos y no «jugárselo todo a una sola carta» parece ser una decisión inteligente.

Dada esta búsqueda de diversificación, en los últimos años los **activos alternativos** han ganado un especial protagonismo. Se trata de activos poco tradicionales, distintos de las acciones, los bonos, la liquidez y los activos reales (como el oro o los inmuebles). En la

Figura 10 se puede apreciar la distribución de activos de las principales carteras de banca privada y *family offices* de las diferentes regiones del mundo, y cómo la inversión en activos alternativos es considerable, oscilando entre un 10% y un 18% del total del capital invertido.

Es en este tipo de activos alternativos donde se incluyen los activos de *impact investing*. Como hemos visto en epígrafes anteriores, los inversores interesados en las inversiones de impacto pueden invertir directamente en empresas sociales, pero lo más habitual será que lo hagan a través de fondos de inversión y otros instrumentos financieros especializados en las inversiones de impacto. En esta sección se detallarán estos tipos de activos comercializados por intermediarios financieros.

5.1. Clases de activo de *impact investing*

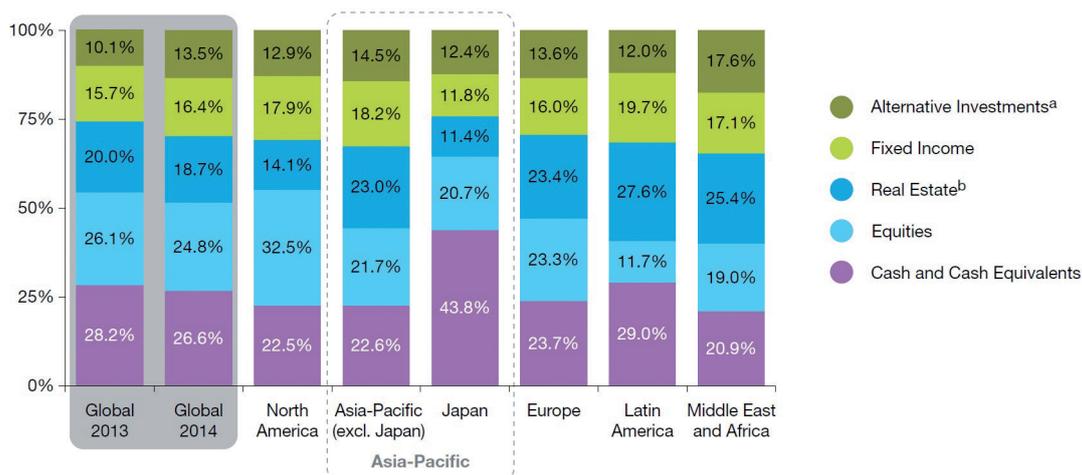
Las oportunidades de *impact investing* abarcan una amplia gama de clases de activos, sectores y áreas geográficas. En apartados anteriores se han descrito los sectores y áreas geográficas en los que se mueven las inversiones de impacto; la presente sección se centra en describir las clases de activos que incluyen.

FIGURA 9. EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LOS DIFERENTES ACTIVOS FINANCIEROS

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	YTD	2Q15	Ten-yr Ann.
EME 35,8%	REITS 34,4%	EME 33,6%	Govt bonds 10,2%	EME 62,8%	REITS 27,8%	REITS 7,3%	REITS 20,1%	DM Equities 29,6%	REITS 27,1%	EME 5,8%	Cmdty 4,7%	EME 10,3%
Cmdty 21,4%	EME 28,8%	Cmdty 16,2%	Cash 5,7%	HY bonds 59,4%	Cmdty 16,8%	EMD 7,0%	HY bonds 19,6%	Hedge Funds 9,7%	DM Equities 10,4%	DM Equities 4,5%	HY bonds 1,3%	HY bonds 8,0%
DM Equities 16,3%	DM Equities 16,1%	Hedge Funds 12,6%	IG bonds -8,6%	EMD 34,2%	HY bonds 14,8%	Govt bonds 6,3%	EMD 17,9%	Portfolio 9,3%	EME 5,6%	Hedge Funds 3,4%	Hedge Funds 0,5%	EMD 7,8%
EMD 12,3%	Hedge Funds 13,9%	Govt bonds 10,6%	EMD -14,7%	REITS 27,4%	EME 14,4%	IG bonds 4,3%	EME 17,4%	HY bonds 7,3%	Portfolio 5,0%	EMD 2,8%	EME 0,8%	REITS 7,5%
Portfolio 10,0%	Portfolio 13,8%	Portfolio 8,5%	Hedge Funds -19,1%	Portfolio 27,0%	EMD 12,8%	HY bonds 3,1%	DM Equities 16,4%	EME 3,8%	EMD 4,8%	HY bonds 1,9%	EMD 0,4%	DM Equities 6,9%
REITS 8,3%	HY bonds 13,7%	IG bonds 6,7%	Portfolio -23,2%	DM Equities 26,5%	Hedge Funds 10,9%	Cash 1,7%	Portfolio 12,3%	REITS 3,2%	Hedge Funds 4,1%	Portfolio 1,2%	Cash 0,0%	Portfolio 6,5%
Hedge Funds 7,6%	EMD 10,0%	DM Equities 5,2%	HY bonds -26,9%	IG bonds 19,2%	Portfolio 10,8%	Portfolio -1,1%	IG bonds 11,2%	IG bonds 0,3%	IG bonds 3,1%	Cash 0,1%	DM Equities -0,5%	Hedge Funds 5,8%
HY bonds 3,6%	IG bonds 7,2%	EMD 5,2%	Cmdty -35,6%	Cmdty 18,9%	DM Equities 10,6%	Hedge Funds -2,5%	Hedge Funds 7,7%	Cash 0,2%	Cash 0,3%	Cmdty -1,6%	Portfolio -0,5%	IG bonds 4,3%
Cash 2,2%	Govt bonds 6,4%	Cash 4,4%	REITS -37,3%	Hedge Funds 18,6%	Govt bonds 5,9%	DM Equities -5,0%	Govt bonds 1,8%	EMD -4,1%	HY bonds 0,0%	IG bonds -2,7%	Govt bonds -1,5%	Govt bonds 3,1%
IG bonds -3,6%	Cash 3,0%	HY bonds 3,2%	DM Equities -38,3%	Govt bonds 2,6%	IG bonds 5,8%	EME -12,5%	Cash 1,2%	Govt bonds -4,3%	Govt bonds -0,8%	Govt bonds -3,7%	IG bonds -1,6%	Cash 2,2%
Govt bonds -6,7%	Cmdty 2,1%	REITS -17,8%	EME -45,7%	Cash 2,3%	Cash 1,1%	Cmdty -13,3%	Cmdty -1,1%	Cmdty -9,5%	Cmdty -17,0%	REITS -5,2%	REITS -8,9%	Cmdty -1,9%

Fuente: Figura obtenida de J.P. Morgan (2015), «Guide to the Markets: Europe 3Q 2015».

FIGURA 10. DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS DE LAS PRINCIPALES CARTERAS DE BANCA PRIVADA Y FAMILY OFFICES



Fuente: Figura obtenida de Capgemini (2014), «World Wealth Report 2014».

Según los activos financieros que los conforman, los productos de *impact investing* se pueden dividir en préstamos a una compañía o un individuo, inversiones en el capital de una empresa y una mezcla entre capital y préstamos (híbridos). Otras fuentes de financiación, como inmuebles o materias primas, no suelen ser activos financieros habituales en el mundo del *impact investing*, y, por tanto, no se tendrán en cuenta.

Considerando la motivación de la inversión, la duración, el tipo de remuneración y el nivel de riesgo, estas clases de activos se pueden clasificar de la siguiente manera:

- **Préstamos.** Método de financiación que consta del pago de principal e intereses. Suele ser una inversión financiera que no condiciona la estrategia de la empresa, ya que no cambia la estructura del capital. La duración suele ser de 3 a 7 años y la rentabilidad viene condicionada por el riesgo de la compañía.
- **Participación en el capital.** La inversión implica la entrada en el capital de la empresa. Esta opción ofrece la posibilidad de influir en la dirección de la compañía. Se asume más riesgo y, por tanto, se exige más rentabilidad. Normalmente la duración de la inversión es mayor.
- **Híbridos** (entre deuda y capital). Este tipo reduce el riesgo para el potencial inversor en capital. Su flexibilidad hace que sea una opción atractiva. Sus características son comunes a las de los préstamos y la participación en capital.

5.2. Características de los activos

Los productos de *impact investing* suelen tener características parecidas a los de inversión tradicional de la misma clase de activo. Por ejemplo, un producto de deuda o microfinanzas de *impact investing* tendrá muchas similitudes con un bono o fondo de renta fija tradicional, mientras que un producto de inversión en el capital de una empresa de *impact investing* se parecerá a una inversión en una compañía tradicional no cotizada. Sin embargo, a pesar de estas similitudes en cuanto a activos puramente financieros, en los productos de *impact investing* se pueden apreciar algunas características singulares. Las diferencias más importantes se dan en términos de **rentabilidad, riesgo y liquidez y tamaño de la inversión.**

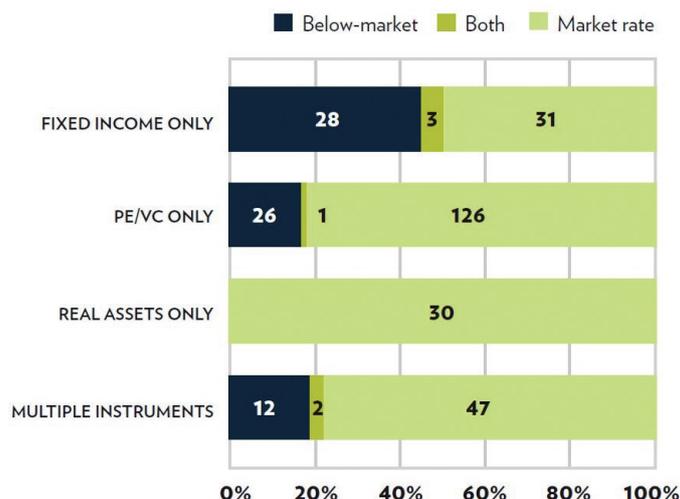
a) Rentabilidad

En cuanto a la rentabilidad de los activos de *impact investing*, una encuesta elaborada por J.P. Morgan⁴⁷ entre los principales inversores de *impact investing* destaca que aproximadamente el 78% de ellos considera que estos productos tienen rentabilidades comparables a las de un activo tradicional con un perfil de riesgo-retorno similar. Como muestra la GIIN⁴⁸ (Figura 11), este nivel de rentabilidad esperada depende considerablemente de la clase de activo de *impact investing* en el que se invierte.

⁴⁷ Y. Saltuk et al. (2015), «Eyes on the Horizon: The Impact Investor Survey», J.P. Morgan.

⁴⁸ Global Impact Investing Network (2015), «ImpactBase Snapshot: An Analysis of 300+ Impact Investing Funds».

FIGURA 11. RENTABILIDAD DE LOS PRODUCTOS DE *IMPACT INVESTING* EN COMPARACIÓN CON EL MERCADO



Fuente: Figura obtenida de Global Impact Investing Network (2015), «ImpactBase Snapshot: An Analysis of 300+ Impact Investing Funds».

Como se puede apreciar, la mayor parte de las inversiones de *impact investing* recogidas por la GIIN tienen una rentabilidad esperada acorde con los niveles del mercado. Sólo en el caso de la renta fija, pueden encontrarse, casi a partes iguales, inversiones en línea con y por debajo del mercado.

b) Riesgos

Existen varios riesgos que se deben tener en cuenta en las inversiones de *impact investing*. En primer lugar, resulta importante destacar que el mercado del *impact investing* es todavía emergente⁴⁹. No existen muchas iniciativas extensamente desarrolladas y de calidad, y muchos mercados carecen de una regulación adecuada para iniciar inversiones de impacto. Por este motivo, desde la perspectiva de los inversores, existe una destacable escasez de oportunidades de inversión de alta calidad, y es más difícil acceder a ellas que en el caso de las inversiones tradicionales. En este mismo sentido, el hecho de que sea un sector bastante nuevo hace que existan pocas entidades gestoras y servicios profesionales con experiencia.

En segundo lugar, y también por este último motivo, destaca la falta de transparencia e información sobre algunas entidades y productos financieros, lo que obliga a llevar a cabo una mayor investigación por parte de los inversores y hace que todo el proceso sea más costoso. Además, como el sector está siendo

muy valorado por su elevado potencial, algunas organizaciones pueden ofrecer falsamente productos financieros bajo la etiqueta de *impact investing*. Los inversores, por tanto, deben tener en cuenta estas cuestiones para que realmente la contribución económica y social de una inversión sea apropiada.

Finalmente, la inversión de impacto, además de afrontar los mismos riesgos que la inversión más tradicional (los propios de los mercados, del tipo de activo, etc.), se enfrenta también a otros problemas relacionados con su resultado social. Por ejemplo, unas prácticas inadecuadas en la medición del impacto pueden suponer un riesgo, ya que haría imposible valorar si se van cumpliendo los objetivos sociales de la inversión.

Por los motivos anteriormente citados, la mayoría de asesores financieros aconsejan no invertir una parte muy significativa de la cartera en este tipo de productos, ya que se considera una inversión alternativa, compleja y con un riesgo alto.

c) Liquidez y tamaño de las inversiones

La liquidez de una cierta inversión es la capacidad de vender un activo financiero de forma rápida y sin tener que bajar su precio. La liquidez de un activo depende de varios factores como, por ejemplo, de si existe o no un mercado para la compra y venta de este tipo de activo (ya sea cotizado o no) o el número de transacciones realizables y el volumen de las mismas. La liquidez depende también del horizonte de inversión (plazo en el que se invierte) y de su tamaño.

⁴⁹ N. O'Donohoe *et al.* (2010), «Impact Investments: An emerging asset class», J.P. Morgan.

En el *impact investing* suelen darse inversiones locales no cotizadas que necesitan una cierta madurez, con un horizonte de inversión a largo plazo y menor liquidez y tamaño que los habituales en los productos análogos de inversión tradicional.

5.3. Razones para invertir en *impact investing*

Los diferentes inversores que participan en el *impact investing* encuentran en él no sólo un modo de contribuir al bien común mediante su actividad (el *moral case* que se ha mencionado en epígrafes anteriores), sino también una forma de inversión positiva para su cartera (el *business case*). A continuación se presentan las razones que tienen que ver estrictamente con criterios de inversión financiera.

En concreto, en productos de deuda, a pesar de que producen unos retornos esperados inferiores a los del mercado, destacan tres características que aportan un alto valor financiero a la cartera de los inversores: el bajo ratio de impago y quiebra de las empresas sociales y de las comunidades receptoras de crédito, la baja volatilidad de los precios de estos activos financieros y la baja correlación que existe entre estos precios y los de los activos del mercado tradicional. Además, en el caso particular de inversiones en fondos de deuda, destaca también la alta liquidez que pueden llegar a ofrecer estos productos.

En el caso de productos de capital de inversión (por ejemplo, en forma de *private equity*), las ventajas vienen dadas, en cambio, tanto por la innovación en los modelos de negocio como por la novedad de la localización en países emergentes. En estos casos, la rentabilidad esperada no queda acotada claramente, pudiendo ser mayor o menor en función del modelo de negocio que se proponga, ya que estos factores de innovación hacen difícil que exista un retorno de mercado para el sector como tal⁵⁰. Cada una de estas inversiones supone un caso muy particular, de modo que no es sencillo establecer una generalización para las características de este tipo de productos.

⁵⁰ U. Grabenwarter y H. Liechtenstein (2011), «In Search of Gamma: An Unconventional Perspective on Impact Investing», IESE Business School y Family Office Circle Foundation.

a) Bajos ratios de quiebra o impago

Se entiende como quiebra o impago la incapacidad de una empresa para hacer frente a sus obligaciones con sus prestamistas e inversores. Si se comparan los productos de *impact investing* con los activos tradicionales, sorprende observar que el ratio de quiebra o impago de las inversiones de *impact investing* es menor.

Las empresas y personas a las que se destinan las inversiones de impacto suelen tener un entorno económico y social débil, siendo esta fuente de financiación una de las pocas alternativas disponibles. Este hecho hace que dichas personas sean muy cumplidoras a la hora de devolver los préstamos o cumplir con las expectativas del capital desembolsado por los inversores. Considerando el caso concreto de los microcréditos, existe incluso una presión de grupo en las comunidades, que pueden llegar a establecer penalizaciones o una responsabilidad mancomunada por impago o quiebra.

b) Baja volatilidad

Un indicador de gran importancia para medir el riesgo de una inversión es su volatilidad. Una alta volatilidad indica una elevada variabilidad del precio de unos activos a lo largo de un determinado periodo de tiempo; en cambio, una baja volatilidad indica que el precio ha sido mucho más estable en el tiempo.

Los productos de *impact investing* acostumbran a ser menos volátiles que los activos tradicionales. En la **Figura 12** se puede comparar un índice de microfinanzas—como caso concreto de las inversiones de impacto— con otros índices. La baja volatilidad de estos productos se explica, fundamentalmente, por el bajo ratio de impagos y quiebras descrito anteriormente, y también por la dificultad a la hora de obtener datos sobre la variación de sus precios. El hecho de que la valoración de estos activos no se pueda realizar con tanta frecuencia como en el caso de los activos convencionales también hace que la variabilidad de los precios de productos de *impact investing* sea más reducida.

c) Baja correlación con el mercado

Un último factor que hace que la inversión en *impact investing* aporte valor a una cartera de inversiones es que la evolución de estos productos tiene una baja correlación con la de los mercados financieros. Los diferentes productos de estos mercados se pueden comportar de una forma muy correlacionada, por

FIGURA 12. VOLATILIDAD DE LOS ACTIVOS DE DEUDA DE *IMPACT INVESTING* (MICROFINANZAS)



Fuente: Figura obtenida de BlueOrchard (2015), «The BlueOrchard Microfinance Fund».

lo que la obtención de rentabilidades de una serie de inversiones de *impact investing* puede ser independiente y no encontrarse ligada al estado del mercado. Gracias a este hecho, una inversión de este tipo puede servir de garantía ante oscilaciones del mercado y aportar valor al inversor.

En la **Figura 13** se pueden observar las diferentes correlaciones de los productos de microfinanzas de *impact investing* con otros indicadores de mercado, como la liquidez (líbor 6 meses), los bonos gubernamentales (Morningstar Government Bond Index), la renta variable global (MSCI World), la renta variable emergente (MSCI Emerging) y los activos alternativos (Global Hedge Fund Index). La correlación de estos productos con los de *impact investing* es reducida, siendo la más elevada la de

activos monetarios (líbor 6 meses).

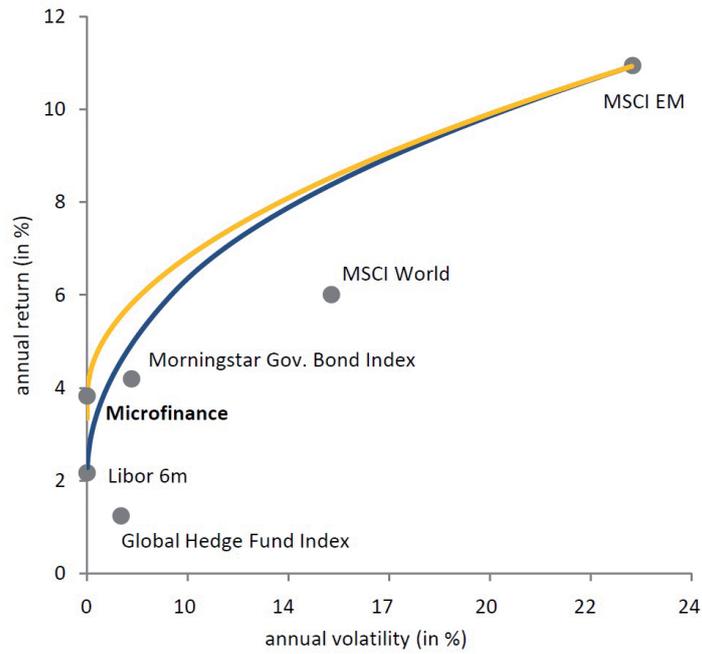
Para analizar los beneficios que puede aportar la inclusión de un producto de *impact investing* en una cartera de inversiones se hace uso del concepto de **frontera eficiente**. Este indicador marca la distribución óptima de activos en una cartera. Se considera que la combinación óptima es aquella que maximiza la rentabilidad dado un riesgo (volatilidad) objetivo. En las **Figuras 14** y **15** se puede observar que el resultado global de una determinada cartera mejora al incluir un activo alternativo de microfinanzas gracias a su baja correlación con los demás activos y a su atractiva relación entre rentabilidad y riesgo: la rentabilidad anual pasa a ser considerablemente más alta en los activos de baja volatilidad (paso de la curva azul a la curva amarilla).

FIGURA 13. CORRELACIÓN DE LOS ACTIVOS DE DEUDA DE *IMPACT INVESTING* (MICROFINANZAS)

	Micro-finance	Libor 6m	Morningstar Gov. Bond Index	MSCI World	MSCI EM	Global Hedge Fund Index
Microfinance	1	0.58	0.10	-0.09	-0.04	-0.15
Libor 6m		1	0.16	-0.10	0.02	-0.05
Morningstar Gov. Bond Index			1	0.29	0.32	0.11
MSCI World				1	0.88	0.79
MSCI EM					1	0.80
Global Hedge Fund Index						1

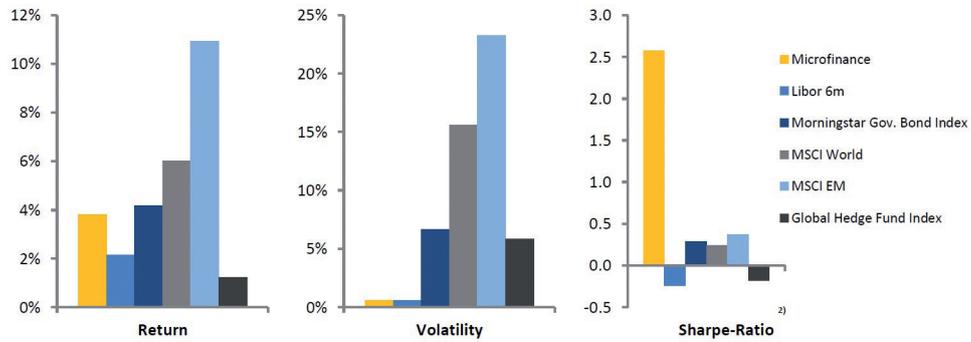
Fuente: Figura obtenida de BlueOrchard (2015), «The BlueOrchard Microfinance Fund».

FIGURA 14. CONTRIBUCIÓN DE UN ACTIVO DE MICROFINANZAS EN LA FRONTERA EFICIENTE DE UNA CARTERA



Fuente: Figura obtenida de BlueOrchard (2015), «The BlueOrchard Microfinance Fund».

FIGURA 15. CONTRIBUCIÓN DE UN ACTIVO DE MICROFINANZAS EN UNA CARTERA DE INVERSIONES



Fuente: Figura obtenida de BlueOrchard (2015), «The BlueOrchard Microfinance Fund».

5.4. Análisis y selección de productos de *impact investing*

El proceso de compra de un activo de inversión alternativo como es el *impact investing* es un proceso complejo y poco estandarizado. Además, dado que se trata de una forma de inversión con unos riesgos muy particulares, tanto el proceso de análisis como la selección del producto requieren una especial atención.

Los aspectos críticos que hay que considerar son los siguientes:

1. Investigación sobre los principales agentes del mercado de *impact investing*: se debe llevar a cabo un estudio del ecosistema, un análisis del mercado y de las rentabilidades conseguidas, una identificación de las principales gestoras y sus productos, etc.

2. Selección de fondos y empresas gestoras: se tiene que llevar a cabo un proceso exhaustivo de *due diligence* en el que se establezca la comunicación con los diferentes gestores y analizar toda la documentación financiera. Este proceso comprende los siguientes factores:

a) Estudio de los objetivos y de la descripción del producto de inversión: se define el tipo de impacto social, la estrategia, la política de inversión del fondo, sus expectativas y la evaluación de rentabilidad y riesgo.

b) Análisis cuantitativo: se consideran indicadores y medidores cuantificables de las variables financieras y de impacto social.

c) Análisis de la rentabilidad financiera: por un lado, se analiza la rentabilidad respecto a competidores y otros índices; por otro lado, se estudia la rentabilidad relativa a través de cuartiles y otros ratios.

d) Análisis de la rentabilidad social: se tienen en cuenta indicadores de *impact investing* con los que medir los resultados del fondo, así como el seguimiento y la valoración de la gestión.

e) Análisis del riesgo financiero: se analiza la volatilidad respecto a los competidores y otros índices, se estudian otros indicadores de riesgo, se tienen en cuenta las comisiones

y gastos totales del fondo (TER, por sus siglas en inglés) y, finalmente, se observan los proveedores del fondo (auditores, banco custodio y entidad de valoración de los activos).

f) Análisis de otros riesgos: por un lado, se debe analizar si el fondo seleccionado cumple con sus límites y la filosofía establecida, considerando el grado de concentración de la cartera en una misma inversión, sector o país. Adicionalmente, se debe valorar el horizonte de inversión del producto y el riesgo de impago o quiebra, del tipo de cambio y de crédito. Por otra parte, también es necesario valorar los riesgos por los cuales el fondo podría dejar de cumplir sus objetivos en materia social o medioambiental.

3. Trato directo con el equipo gestor: se deben considerar aspectos como el número de profesionales dedicados al fondo y su experiencia en la gestión tanto de productos financieros como de formas de inversión social.

6. Conclusión

La aparición del *impact investing* supone una propuesta innovadora en el mundo de la actividad financiera.

Frente al paradigma dominante que dibuja a los inversores como agentes de la actividad económica con una visión cortoplacista, centrada en la maximización de beneficios, las inversiones de impacto incluyen a unos inversores abiertos a otras motivaciones e intereses, con una visión más amplia de sus responsabilidades y de su contribución al bienestar social.

La gravedad de los conflictos sociales de nuestro tiempo exige la reflexión y la responsabilidad de todos los agentes económicos, especialmente de aquellos con una mayor capacidad de guiar la actividad económica. Por ello, no pueden quedarse al margen quienes, con sus inversiones, proveen de capital a las iniciativas empresariales.

Igual que en otros muchos ámbitos de la economía se reclama que la responsabilidad social no sea un añadido, sino que esté integrada en la propia actividad, esta misma idea puede aplicarse a la responsabilidad social de los inversores. Muchos inversores —al igual que otros muchos *stakeholders*— se han acostumbrado a vivir en una especie de esquizofrenia, según la cual, por una parte, actúan en su actividad empresarial según los cánones de la racionalidad económica imperante, mientras que, por otra —al margen y sin relación alguna—, satisfacen sus impulsos sociales a través de iniciativas filantrópicas.

La propuesta del *impact investing* supone un cambio radical en este planteamiento, porque implica incluir las necesidades sociales dentro de las decisiones de inversión. Es una llamada de atención a los inversores y al mundo financiero en general, ya que, al tiempo que se reconoce la contribución que puede hacer al desarrollo de la sociedad promoviendo iniciativas económicas y sociales capaces de generar riqueza y mejorar las condiciones de vida de millones de personas, logrando así un verdadero desarrollo humano y medioambiental, se exige, en consecuencia, que asuma su responsabilidad, no como un añadido, sino desde la misma naturaleza de su actividad profesional.

Como se ha puesto de manifiesto repetidamente a lo largo de este texto, el compromiso de contribuir al bien común y al verdadero desarrollo de la sociedad, y la aspiración a obtener una justa rentabilidad económica no tienen por qué ser objetivos contrapuestos. Junto a los argumentos de tipo ético que justifican la necesidad de las inversiones de impacto, también se han presentado otras razones que apoyan la validez de este tipo de inversiones desde un punto de vista estrictamente financiero.

Los retos que se plantean en el sector emergente del *impact investing* no son en absoluto pequeños. En primer lugar, es necesario que toda la estructura económica incorpore los criterios de contribución social y medioambiental además de la aportación económica. En segundo lugar, la medición del impacto social es imprescindible a la hora de desarrollar iniciativas sociales eficientes y efectivas, así como para fomentar una mayor implicación de los inversores en estas empresas. En tercer lugar, es necesario el desarrollo del sector y la consolidación de un espacio en el mercado financiero para la inversión de impacto, un lugar en el cual se encuentren todos los agentes implicados y donde los diferentes productos financieros puedan ser fácilmente estudiados y desarrollados. Finalmente, y en un sentido más general, no sólo es necesaria la difusión del *impact investing* y su mentalidad entre las iniciativas sociales y los inversores, sino que resulta especialmente relevante que su modelo sea conocido por toda la sociedad, de forma que todas las actividades económicas no busquen sólo un beneficio meramente monetario, sino que también se orienten al cuidado de la sociedad.

**A WAY TO LEARN
A MARK TO MAKE
A WORLD TO CHANGE**

Síguenos en

 IESE Business School

 IESE Business School

 iesebs

 iese

Barcelona

Av. Pearson, 21
08034 Barcelona, Spain
(+ 34) 93 253 42 00

Madrid

Camino del Cerro
del Águila, 3
28023 Madrid, Spain
(+34) 91 211 30 00

New York

165 W. 57th Street
New York,
NY 10019-2201 USA
(+1) 646 346 8850

Munich

Maria-Theresia-Straße 15
81675 Munich, Germany
(+49) 89 24 20 97 90

Sao Paulo

Rua Martiniano de
Carvalho, 573
Bela Vista
01321001 Sao Paulo,
Brazil
(+55) 11 3177 8221