Nº 3

INVERSIONES SOSTENIBLES

NOVIEMBRE 2023

CUADERNOS DE FINANZAS SOSTENIBLES Y ECONOMÍA CIRCULAR

fundación ICO

Cuaderno de finanzas sostenibles y economía circular

FUNDACIÓN ICO
C/ Paseo del Prado, 4.
28014 Madrid.
España

Edición: noviembre 2023.
ISSN: 3127-5990

Con la colaboración de Analistas Financieros Internacionales

Las opiniones vertidas en los artículos de este Cuaderno son responsabilidad de los respectivos autores y no reflejan la opinión de la Fundación ICO ni de Afi. Igualmente, los autores son responsables de contar con los derechos y/o autorizaciones correspondientes en relación con todos los contenidos aportados (incluyendo figuras y fotografías) para la publicación y difusión de los artículos.

Índice

Introducción 1

La inversión sostenible: El tránsito hacia un nuevo paradigma..... 3

Julián Romero Zarco, presidente del Observatorio Español de la Financiación Sostenible (OFISO)

Finanzas sostenibles: Normativa y líneas estratégicas de actuación de la CNMV..... 13

Marina Ramírez Almansa, técnico Departamento de Estrategia, Innovación y Finanzas Sostenibles. David de Miguel Rato, subdirector Departamento de Estrategia, Innovación y Finanzas Sostenibles. CNMV

Green MiFID desde la perspectiva de las gestoras de fondos de inversión..... 21

José Luis Manrique Nebreda, director de Estudios del Observatorio INVERCO

Inversiones sostenibles y de impacto social en Grupo ICO 29

Lucinio Muñoz, director general de Fundación ICO

Nordea Asset Management: La colaboración como fuerza del cambio..... 34

Ana Rosa Castro y María Calabuig. Nordea Asset Management.

Allianz Global Investors: Auge de la renta fija sostenible: Transformando la inversión y la economía 41
Marisa Aguilar Villar, directora general de Allianz Global Investors para España y Portugal.

Anesvad: Finanzas sostenibles desde las fundaciones..... 48
Eduardo Uribe. Fundación Anesvad

Alantra Solar: En busca de un producto de inversión diferenciado 54
David Pedraza Alonso, associate de Alantra Solar y Javier Mellado, managing partner de Alantra Solar

Bolsa Social: Ecosistema de inversión de impacto 65
José Moncada, fundador y CEO de Bolsa Social.

Global Social Impact Investments: Inversiones sostenibles frente a inversiones de impacto social 72
María Ángeles León, fundadora de Global Social Impact Investments.

La deuda privada como acelerador de la economía de impacto en España: El caso de Impact Bridge.....81
Arturo Benito Olalla, director general de Impact Bridge y Braulio Pareja PhD, responsable de investigación académica de Impact Bridge

Introducción

Las finanzas sostenibles son un vector de crecimiento indiscutible a nivel global, europeo y por supuesto, también en España. Afortunadamente, cada vez más agentes orientan sus decisiones de inversión por criterios que trascienden los tradicionales de rentabilidad-riesgo, esto es, teniendo en cuenta los impactos sociales y ambientales de dichas decisiones. Este tercer número de los Cuadernos de Finanzas Sostenibles y Economía Circular de la Fundación ICO quiere contribuir al conocimiento y divulgación de uno de los pilares de las finanzas sostenibles, el que hace referencia a las Inversiones Sostenibles.

No hay una única definición para el concepto de inversión sostenible, sino una gama de calificaciones en función de la contribución directa o indirecta a una o varias de las dimensiones de la sostenibilidad -comenzando por la medioambiental- que generan las actividades en las que se invierte.

Así, la definición de inversiones sostenibles del Reglamento (UE) 2019/2088 incluye inversiones en aquellas actividades económicas que contribuyan a un objetivo medioambiental, que, entre otras, han de incluir inversiones en actividades económicas medioambientalmente sostenibles; y considera que una inversión solo es sostenible si no perjudica significativamente ninguno de los objetivos medioambientales o sociales, lo que se denomina el Principio de no causar perjuicio significativo o DNSH, por sus siglas en inglés.

La ausencia de una definición más precisa y las fases transcurridas en dicho camino hasta llegar al punto actual de concreción es presentada por Julián Romero Zarco, presidente del Observatorio Español de Financiación Sostenible (OFISO).

David de Miguel Rato, subdirector del Departamento de Estrategia, Innovación y Finanzas Sostenibles y Marina Ramírez Almansa, técnico de dicho área en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), contribuyen con su artículo de apertura detallando la mencionada normativa y las líneas estratégicas de la autoridad supervisora e inspectora de los mercados de valores y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos.

INVERCO, la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones, expone en su artículo, elaborado por José Luis Manrique Nebreda, director de estudios, los asuntos que, desde la perspectiva de las instituciones de inversión colectiva (IIC) es preciso tener en consideración para aplicar de forma adecuada y ágil esta nueva normativa y, en particular, la correspondiente a Green MiFID que exige la inclusión de preguntas sobre preferencias de sostenibilidad en el test de idoneidad a los clientes.

Pese a la existencia de una normativa, el margen para “etiquetar” un producto de inversión como sostenible sigue contendiendo “trazas” de discrecionalidad. Así, existen diferentes modalidades de inversiones sostenibles que se pueden clasificar según la tipología de activo en la que se invierte.

La promoción de la inversión de sostenibilidad e impacto social es función del Grupo ICO, para cuyo desempeño es fundamental la actuación de AXIS, la filial de Capital Riesgo del Grupo. Se describen dos iniciativas: la iniciativa de impacto social de Fond-ICO Pyme, pionera en el sector. De ello ilustra Lucinio Muñoz, director de Fundación ICO.

Como ejemplos de dichas modalidades este número cuenta con la contribución de firmas muy diversas que las explican desde una perspectiva eminentemente práctica.

En la categoría de renta fija sostenible, que son los bonos emitidos por empresas o gobiernos que cumplen con determinados criterios de sostenibilidad, Marisa Aguilar Villar, directora general de Allianz Global Investors para España y Portugal, explica el enorme potencial de este activo de inversión para la transformación sostenible de la economía.

Como ejemplo de renta variable sostenible, que son acciones de empresas que cumplen con determinados criterios de sostenibilidad, Ana Rosa Castro y María Calabuig, de Nordea Asset Management, plantean y dan respuesta a una interesante pregunta: ¿Qué sucede con las

empresas que están rezagadas en su reducción de emisiones de carbono?

En relación a las inversiones sostenibles en capital riesgo, aquellas inversiones en empresas emergentes en sectores que generan un impacto positivo en el medio ambiente o en la sociedad, son dos voces las que comparten su experiencia y perspectivas: David Pedraza Alonso, *associate* de Alantra Solar, y Javier Mellado, *managing partner* de Alantra Solar, así como María Ángeles León, fundadora de Global Social Impact Investments, muestran las claves para encontrar nuevos modelos de negocio para la inversión sostenible, en materia medioambiental y social, respectivamente.

Las plataformas de financiación colectiva, o crowdfunding, también participan activamente en el mercado de las inversiones sostenibles, facilitando, como muy bien explica José Moncada, fundador y CEO de Bolsa Social, al público minorista su contribución mediante inversiones en fase semilla, de iniciativas y proyectos comerciales con demostrado impacto social.

Es destacable que en el mundo de las inversiones sostenibles también hay protagonistas del tercer sector, que bajo una lógica muy acertada aprovechan su potencial, sensibilidad y conocimiento para alcanzar sus objetivos fundacionales a través de la inversión. Para ilustrar esta tendencia Eduardo Uribe, de Fundación ANESVAD,

Las empresas de la economía social han encontrado históricamente dificultades para acceder a financiación, pero en el actual contexto existen nuevos actores como las entidades públicas, y alternativas de financiación más flexibles como la deuda privada, como bien ilustran Arturo Benito Olalla, director general de Impact Bridge y Braulio Pareja PhD, responsable de investigación académica de la gestora, desgranando su fondo de deuda privada que articula la colaboración entre diferentes agentes de la economía de impacto.

Los artículos que conforman esta publicación permiten profundizar en diferentes aspectos imprescindibles para conocer, por ejemplo, la importancia de los criterios de sostenibilidad, los tipos de inversiones, el papel de los agentes públicos y la amplia gama de instrumentos y ya numerosos casos de éxito que pueblan el mundo de las inversiones sostenibles y amplían su perímetro y profundidad.

La inversión sostenible: El tránsito hacia un nuevo paradigma

Julián Romero Zarco, presidente del Observatorio Español de la Financiación Sostenible (OFISO)

Resumen

La posición histórica que un inversor ha enfrentado ante cualquier nuevo reto de la sociedad ha estado subordinada a la dualidad riesgo-rentabilidad que la teoría del mercado de capitales explicó hacia mediados del siglo pasado. Vamos a acercarnos a las respuestas que los inversores están dando ante el nuevo reto global de la sostenibilidad. Aunque no es un concepto nuevo, es cierto que el dinamismo que ha cobrado en los años más recientes está acelerando los cambios de modelo, ampliando su propósito y proporcionando resultados a tan enorme desafío.

Abstract

The historical position that an investor has faced in front of any new challenge in society has been subordinated to the risk-return duality that capital market theory explained towards the middle of the last century. Let us get closer to the responses that investors are giving to the new global challenge of sustainability. Although it is not a new concept, it is true that the dynamism it has gained in recent years is accelerating model changes, broadening its purpose, and supplying results to such an enormous challenge.

01 Orígenes

02 Estrategias de inversión

03 Retos actuales

04 Una visión optimista del futuro de la inversión sostenible

05 Conclusiones

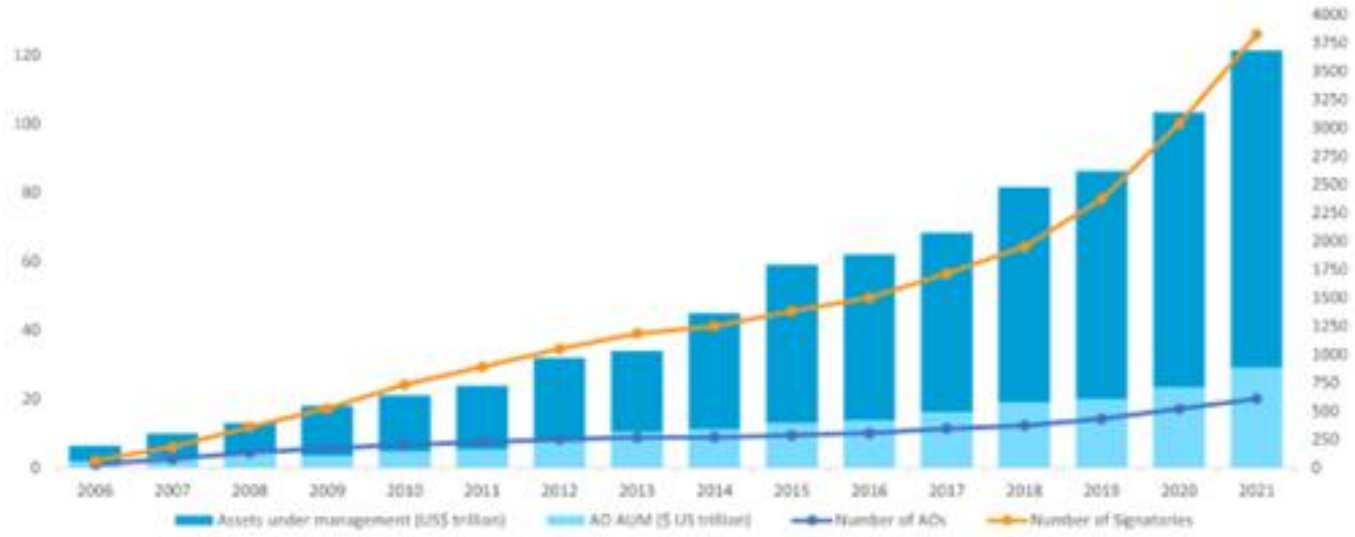
1. Orígenes

Los orígenes de las inversiones sostenibles se remontan a los movimientos, ideologías y acontecimientos históricos que sentaron las bases para la integración de factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en las decisiones de inversión. Aunque en muchos casos confluyen o se solapan, todos éstos, de alguna manera, han dejado algún poso en la situación actual. A continuación, se enumeran algunos hitos clave:

- **Inversiones tempranas éticas y basadas en la fe**: Los orígenes de la inversión ética se pueden encontrar en las creencias religiosas y morales que desalentaban las inversiones en industrias consideradas dañinas o poco éticas. Europa tiene una larga historia de inversión responsable, con raíces en prácticas éticas y socialmente responsables que se remontan al siglo XVIII. Por ejemplo, ciertos grupos religiosos han evitado históricamente invertir en alcohol, tabaco, juegos de azar y armas de fuego.
- **Inversión socialmente responsable (ISR):** El concepto de ISR ganó fuerza en las décadas de 1960 y 1970 en paralelo a los movimientos de derechos civiles y contra la guerra localizados preferentemente en los Estados Unidos y Canadá. Los inversores activistas buscaron alinear sus opciones de inversión con sus valores, abogando por la responsabilidad corporativa y el impacto social positivo.
- **Movimiento de desinversión del apartheid:** En las décadas de 1970 y 1980, el movimiento contra el apartheid condujo a un movimiento de desinversión dirigida a empresas con operaciones en Sudáfrica debido a las políticas raciales discriminatorias del país. Este movimiento destacó el poder de los inversores para influir en el comportamiento empresarial en pro del cambio social. El término "inversión ética" fue acuñado en el Reino Unido durante la década de 1980.

- **Desarrollo de marcos ESG:** En la década de 1990, el movimiento ambiental cobró impulso, lo que llevó a una mayor conciencia sobre los impactos ambientales corporativos. El énfasis del Informe Brundtland (1987) en el desarrollo sostenible y el lanzamiento de la Global Reporting Initiative (GRI) en 1997 marcaron pasos importantes hacia la estandarización de los informes ESG.
- **Responsabilidad social corporativa (RSC) y triple resultado:** el concepto de "triple resultado", que enfatiza el desempeño social, ambiental y financiero, ganó importancia a finales del siglo XX. Este enfoque empujó a las corporaciones a considerar sus impactos más amplios más allá de las ganancias, lo que influyó en la forma en que los inversores evaluaron a las empresas.
- **Principios de la ONU para la Inversión Responsable (PRI):** Lanzados en 2006, los PRI proporcionaron un marco para que los inversores institucionales incorporaran factores ESG en sus decisiones de inversión. Esta iniciativa ha ido ganando un impulso significativo y acumulando adhesiones progresivamente hasta convertirse en la plataforma con la mayor representatividad global de inversión en la actualidad, lo que significa un reconocimiento cada vez mayor de la relevancia de ESG en el mundo de las inversiones.

Figura 1. Evolución de los principios PRI



Fuente: PRI

- **Crisis financieras y sostenibilidad:** Las crisis financieras de principios del siglo XXI provocaron un mayor escrutinio del comportamiento corporativo y la gestión de riesgos. Los inversores comenzaron a darse cuenta de que los riesgos no financieros, como los pasivos ambientales o la mala gobernanza, podrían tener impactos financieros significativos.
- **Aparición de la inversión de impacto:** a finales de la década de 2000, la inversión de impacto ganó prominencia. Este enfoque tenía como objetivo generar beneficios sociales y ambientales mensurables junto con retornos financieros. Amplió el alcance de las inversiones sostenibles más allá de evitar daños y buscar activamente cambios positivos.
- **Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS):** La adopción de los ODS de las Naciones Unidas en 2015 elevó aún más la importancia de la inversión sostenible. Los ODS proporcionaron un marco integral para abordar los desafíos globales y alentaron a los inversores a alinear sus estrategias con estos objetivos.
- **Integración general**: con el tiempo, la inversión sostenible evolucionó de una

práctica de nicho a una consideración generalizada. Los inversores institucionales, administradores de activos y fondos de pensiones reconocieron la potencial materialidad financiera de los factores ESG y comenzaron a integrarlos en sus procesos de inversión.

- **Desarrollos regulatorios**: Los gobiernos y los organismos reguladores de todo el mundo comenzaron recientemente a introducir regulaciones que exigen que las empresas divulguen sus prácticas ESG. Esto empujó a los inversores a incorporar factores ESG no solo por razones éticas sino también por cumplimiento normativo y gestión de riesgos.

Los orígenes de las inversiones sostenibles ponen de manifiesto un progresivo esfuerzo que va desde las acciones de desinversión impulsadas por valores, hasta un reconocimiento más amplio de la relevancia financiera de los factores ESG. A medida que los desafíos globales como el cambio climático, la desigualdad social y las cuestiones de gobierno corporativo ganaron importancia, el panorama de inversión cambió, dando lugar a estrategias y enfoques multifacéticos que se observan en el sector de inversión sostenible actual.

La inversión sostenible ha evolucionado a diferentes ritmos, impulsada por factores históricos, culturales, regulatorios y económicos. Sin embargo, la naturaleza global de los desafíos de la sostenibilidad está llevando a un enfoque más unificado para integrar las consideraciones ESG en las decisiones de inversión en todo el mundo.

2. Estrategias de Inversión

Las estrategias de inversión sostenible, también conocidas como estrategias de inversión responsable o ética, son enfoques que consideran factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) junto con premisas financieras al tomar decisiones de inversión. Se trata de estrategias que buscan generar retornos financieros positivos y promover resultados sostenibles y éticos. Estas son algunas de las principales estrategias de inversión sostenible:

- **Selección negativa/inversión de exclusión**: la selección negativa implica excluir ciertos sectores, industrias o empresas de una cartera de inversiones en función de criterios éticos o ESG específicos. Por ejemplo, un inversor podría excluir empresas involucradas en tabaco, armas o combustibles fósiles.

- **Selección positiva o mejor de su clase:** este enfoque implica seleccionar inversiones en función del desempeño ESG en relación con sus pares dentro de la misma industria. Los inversores buscan empresas que exhiban sólidas prácticas ESG y sean consideradas líderes en sus respectivos sectores.

- **Compromiso y activismo de los accionistas:** los accionistas utilizan su influencia para interactuar con las empresas en cuestiones ESG. Esto puede implicar diálogos con la administración, votación por delegación y presentación de propuestas de los accionistas para fomentar mejores prácticas ESG.

- **Integración ESG:** esta estrategia implica la consideración sistemática de factores ESG en el análisis de inversión y el proceso de toma de decisiones. Los inversores evalúan cómo los factores ESG podrían afectar el desempeño financiero de una empresa o activo e incorporan este análisis en sus opciones de inversión.

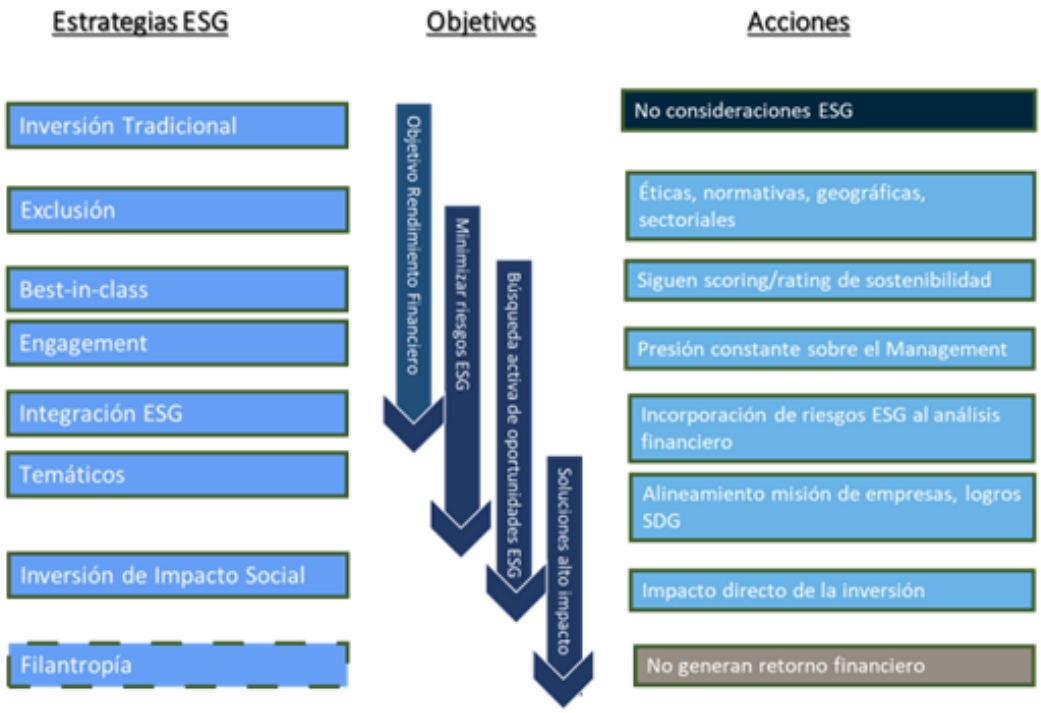
- **Inversión temática:** la inversión temática se centra en temas o cuestiones específicas de sostenibilidad, como energía renovable, tecnología limpia, biodiversidad, uso y conservación sostenible de la tierra, escasez de agua o diversidad de género. Las carteras se construyen en torno a estos temas para generar un impacto positivo y al mismo tiempo generar potencialmente retornos financieros. Algunas estrategias particulares se centran en la gobernanza de las empresas como la Inversión en Responsabilidad Social Corporativa (RSC) donde el foco se pone en empresas que demuestran un compromiso con prácticas comerciales responsables, incluidas contribuciones a iniciativas

sociales y ambientales además del desempeño financiero; también en determinados productos finalistas como los Bonos Verdes, que son valores de renta fija emitidos para financiar proyectos beneficiosos para el medio ambiente, como instalaciones de energía renovable o iniciativas de agua potable. El emisor se compromete a utilizar los ingresos para fines sostenibles específicos; o con un mayoritario objetivo social como la Inversión social o comunitaria que apunta a inversiones que benefician a comunidades o regiones geográficas específicas.

- **Inversión Social de impacto:** los inversores de impacto buscan intencionalmente inversiones que generen un impacto social o ambiental positivo y mensurable junto con retornos financieros. Las inversiones pueden incluir proyectos de vivienda asequible, iniciativas de microfinanzas, proyectos de inserción sociolaboral o de protección de la salud.
- **Capital catalítico:** este enfoque implica proporcionar capital paciente y flexible a proyectos o iniciativas que aborden desafíos sociales y ambientales en mercados desatendidos, lo que a menudo ayuda a desbloquear financiación adicional.

Es importante señalar que estas estrategias se combinan y que el panorama de la inversión sostenible evoluciona continuamente según los inversores, las empresas y los reguladores se adaptan a las tendencias cambiantes y desafíos globales. A medida que crece la demanda de inversiones sostenibles, es probable que surjan nuevas estrategias y enfoques para abordar los problemas emergentes de sostenibilidad.

Figura 2. Evolución del panorama de la inversión sostenible



Fuente: OFISO

3. Retos actuales

Navegar por nuevas regulaciones y estándares en el panorama de la inversión sostenible presenta a los inversores una serie de desafíos que requieren una cuidadosa consideración y adaptación. A continuación, se detallan algunos desafíos clave a los que los inversores se enfrentan:

1. **Panorama regulatorio complejo:** se están introduciendo a nivel mundial nuevas regulaciones relacionadas con los informes, la divulgación y los deberes fiduciarios de ESG. Los inversores deben mantenerse actualizados sobre estas regulaciones en evolución y comprender cómo afectan sus estrategias de inversión y obligaciones de presentación de informes.

2. **Falta de estandarización:** La ausencia de métricas ESG y marcos de presentación de informes estandarizados dificulta comparar y evaluar el desempeño ESG de las empresas y las inversiones. Los inversores deben lidiar con diversas metodologías de presentación de informes y calidad de los datos.

3. **Disponibilidad y calidad de los datos:** Obtener datos ESG confiables puede ser difícil, especialmente para empresas e industrias más pequeñas con prácticas de presentación de informes ESG menos desarrolladas. Los inversores deben garantizar la precisión y coherencia de los datos que utilizan para fundamentar sus decisiones.

4. **Lavado verde:** algunas empresas pueden exagerar sus esfuerzos ESG para atraer inversiones sostenibles, una práctica conocida como lavado verde (*Greenwashing en terminología anglosajona)*. Los inversores deben examinar cuidadosamente las afirmaciones y asegurarse de que las empresas realmente alineen sus prácticas con los compromisos ESG declarados.

5. **Integración en el proceso de inversión:** incorporar consideraciones ESG en los procesos de inversión requiere adaptar los marcos y modelos existentes. Los inversores deben encontrar formas de incorporar eficazmente datos ESG cualitativos en los análisis cuantitativos.

6. **Talento y experiencia:** a medida que crece la demanda de inversiones sostenibles, se necesitan profesionales con conocimientos especializados en análisis ESG y finanzas sostenibles. Los inversores se enfrentan a dificultades a la hora de reclutar y retener ese talento.

7. **Enfoque a largo plazo frente a corto plazo**: Las métricas financieras tradicionales a menudo enfatizan las ganancias a corto plazo, mientras que los factores ESG suelen estar más alineados con la sostenibilidad a largo plazo. Equilibrar estas perspectivas e integrar el pensamiento a largo plazo en las estrategias de inversión puede resultar complicado.

8. **Medir el impacto:** evaluar el impacto real de las inversiones en los resultados ESG puede resultar complejo. Los inversores necesitan metodologías claras para medir y comunicar los efectos tangibles de sus inversiones sostenibles.

9. **Riesgos de transición:** a medida que las industrias hacen la transición hacia prácticas más sostenibles, pueden existir riesgos asociados con activos abandonados o cambios regulatorios. Los inversores deben evaluar estos riesgos y asegurarse de que sus carteras sean resilientes.

10. **Falta de datos históricos:** las consideraciones ESG son relativamente nuevas en la inversión convencional, y es posible que los datos históricos ESG no estén tan disponibles como los datos financieros tradicionales. Esto puede plantear desafíos a la hora de realizar análisis históricos.

11. **Cambios culturales y de comportamiento:** La transición hacia la inversión sostenible requiere cambios en la cultura y los comportamientos de inversión. Los inversores deben afrontar cambios en actitudes, valores y percepciones de riesgo y rentabilidad.

12. **Dilemas éticos:** Los inversores pueden enfrentar dilemas éticos cuando ciertas inversiones tienen una combinación de atributos ESG positivos y negativos. Decidir cómo sopesar estos factores requiere una cuidadosa consideración ética.

13. **Impacto del cambio climático:** Los riesgos relacionados con el clima pueden tener efectos profundos en las carteras de inversión. Los inversores deben evaluar cómo los factores relacionados con el clima podrían afectar el desempeño financiero de las empresas e industrias.

14. **Impacto reputacional y en el valor:** La creciente influencia que el factor reputacional está tomando en el valor económico y social de las compañías proyecta un riesgo muy significativo en las carteras de los inversores.

15. **Relacionarse con las empresas:** La interacción activa con las empresas en

cuestiones ESG puede requerir muchos recursos y ser compleja. Los inversores deben desarrollar estrategias de participación eficaces para impulsar un cambio positivo.

16. **Variaciones globales**: Las diferentes regiones tienen diferentes regulaciones, normas culturales y niveles de integración ESG. Los inversores que operan a nivel mundial deben sortear estas variaciones y adaptar sus estrategias en consecuencia.

17. **Crecientes riesgos de litigios y controversias:** Para afrontar estos desafíos con éxito, los inversores deben invertir en capacidades sólidas de investigación y análisis ESG, fomentar la colaboración con pares de la industria, interactuar activamente con las empresas y mantenerse informados sobre los últimos avances en regulaciones y estándares de presentación de informes. Además, asociarse con expertos en finanzas sostenibles e integración ESG puede ayudar a los inversores a tomar decisiones informadas que se alineen con sus objetivos y valores.

Tabla 1.Crecimiento Regional Inversión ESG 2015-2021

Regiones	Crecimiento 2015-2017	Crecimiento 2017-2019	Crecimiento 2019-2021	CAGR 2015-2021
Australasia	14%	14%	31%	9%
Canada	29%	33%	289%	37%
Europa	25%	32%	114%	23%
Oriente medio y África	82%	44%	-16%	14%
Sur y centro América	60%	30%	154%	32%
EEUU	24%	44%	135%	27%
Asia (excluyendo Japón)	-11%	49%	-15%	2%
Japón	36%	191%	545%	71%

Fuente: Lipper, Grupo Refinity

4. Una visión optimista del futuro de la inversión sostenible

El panorama de inversión global está experimentando una profunda transformación a medida que las consideraciones ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) cobran protagonismo. En este entorno en rápida evolución, el sector de inversión sostenible ha surgido como una fuerza fundamental que remodela e impacta en cómo fluye el capital, cómo operan las corporaciones y prosperan las sociedades. Esta visión describe la trayectoria del sector de inversión sostenible durante la próxima década, imaginando un mundo donde el éxito financiero esté entrelazado con un impacto social y ambiental positivo.

Fundación de la sostenibilidad:

La visión del sector de inversión sostenible comienza con una base construida sobre los principios de sostenibilidad. Los inversores reconocen que los rendimientos financieros ya no pueden perseguirse al margen de sus impactos más amplios. Las corporaciones y organizaciones reconocen que sus responsabilidades se extienden más allá de los accionistas para abarcar a partes interesadas como los empleados, las comunidades y el planeta mismo. La integración de factores ESG se convierte en una práctica estándar, arraigada en el proceso de inversión.

Capital inclusivo y diverso:

Un sello distintivo del sector de inversión sostenible es su foco en la inclusión. Las oportunidades de inversión se diversifican en un espectro de temas, desde energía limpia y agricultura sostenible hasta acceso a la atención médica y educación. Esta diversificación promueve una cartera resiliente y completa,

minimizando el riesgo y mejorando los rendimientos a largo plazo. Además, el sector prioriza la diversidad, la equidad y la inclusión no solo en los objetivos de inversión sino también dentro de sus propias filas. La industria es un modelo de representación, que reconoce que una variedad de perspectivas fortalece la toma de decisiones y fomenta la innovación.

Innovación tecnológica:

La innovación tecnológica es un motor clave del crecimiento del sector. Las soluciones avanzadas de análisis de datos, inteligencia artificial y blockchain permiten a los inversores recopilar y procesar grandes cantidades de datos ESG, tomando decisiones informadas que se alineen con sus valores. Se hace posible el seguimiento en tiempo real del impacto de la cartera, fomentando la transparencia y la rendición de cuentas.

Remodelación del comportamiento corporativo:

El sector de inversión sostenible ejerce una influencia sustancial en el comportamiento empresarial. Como fuente importante de capital, exige mayor transparencia, divulgación y cumplimiento de los principios ESG. Las corporaciones, ansiosas por atraer capital sostenible, experimentan transformaciones integrales. La neutralidad de carbono, la responsabilidad social y la gobernanza ética se convierten en componentes integrales de las estrategias comerciales. Las empresas compiten por mostrar la capacidad de generación de beneficios, pero lo complementan con las contribuciones positivas a la sociedad y el medio ambiente.

Ecosistema colaborativo:

El sector de inversión sostenible prospera dentro de un ecosistema colaborativo. Los gobiernos, las organizaciones no gubernamentales y las empresas privadas trabajan juntos para crear marcos regulatorios que incentiven las prácticas sostenibles. Las asociaciones de múltiples partes interesadas abordan desafíos globales complejos, desde el cambio climático hasta la desigualdad de género. Los estándares de medición de impacto están armonizados, fomentando un lenguaje compartido para evaluar y comunicar los resultados sociales y ambientales de las inversiones.

Empoderamiento de las personas:

Los inversores individuales juegan un papel fundamental en la visión del sector. Las plataformas de inversión accesibles permiten a personas de todos los ámbitos de la vida dirigir su capital hacia causas en las que creen. Este empoderamiento no sólo democratiza las finanzas, sino que también inculca un sentido de propiedad y responsabilidad ante los desafíos del mundo. Los programas de educación financiera dotan a las personas del conocimiento necesario para tomar decisiones informadas, transformándolas de inversionistas pasivos en agentes activos de cambio.

Flujos de capital para la sostenibilidad:

Según esta visión, el capital fluye sin problemas hacia la sostenibilidad. Los bonos verdes, los fondos de impacto y los índices centrados en ESG atraen billones de dólares. Los vehículos de inversión tradicionales se adaptan e incorporan consideraciones ESG en sus estrategias. Como resultado, una porción significativa del capital global se canaliza hacia iniciativas que abordan el cambio climático, la desigualdad social y otras cuestiones apremiantes. La visión trasciende el sector financiero, permeando industrias y comunidades, impulsando la innovación y fomentando la resiliencia.

Impacto global:

El impacto del sector de inversión sostenible se extiende mucho más allá de las métricas financieras. El mundo experimenta una reducción significativa de las emisiones de carbono, lo que ralentiza la trayectoria del cambio climático. El bienestar social mejora a medida que las inversiones abordan las disparidades en la atención médica, las brechas educativas y la pobreza. La conservación de la biodiversidad se convierte en una prioridad compartida, ya que el capital apoya el uso sostenible de la tierra y la preservación del hábitat. La comunidad global está interconectada y comprende que el desarrollo sostenible es un esfuerzo compartido que requiere acción colectiva.

5. Conclusión

Podemos concluir que el poder transformativo del sector de la inversión sostenible nos anticipa un futuro en el que la prosperidad no se define sólo por el crecimiento económico, sino por el bienestar del planeta y sus habitantes. Esta visión no es un sueño inalcanzable, sino un camino que se está abriendo con cada elección de inversión que se hace hoy.

A medida que individuos, corporaciones y gobiernos se unen para remodelar las finanzas, el sector se convierte en un faro de esperanza, lo que demuestra que el capital ejercido con conciencia puede efectivamente cambiar el mundo para mejor.

Referencias

A clear vision for sustainable business transformation - I by IMD: https://www.imd.org/ibyimd/sustainability/a-clear-vision-for-sustainable-business-transformation/

¿Qué es la inversión sostenible y cuáles son sus beneficios?:

https://www.bbva.com/es/sostenibilidad/que-es-la-inversion-sostenible-y-cuales-son-sus-beneficios/

El auge de la inversión sostenible: una visión general: https://dbinvesting.com/es/blog/el-auge-de-la-inversion-sostenible-que-es-y-por-que-es-importante/

practice essentials-understanding-esg-investing-spa.pdf (spglobal.com)

https://www.spglobal.com/spdji/es/documents/education/practice%20essentials-understanding-esg-investing-spa.pdf

Glasgow Financial Alliance for Net Zero:

https://www.gfanzero.com/

PRI update:

https://www.unpri.org/download?ac=18691

Qué grandes retos debe afrontar la inversión sostenible para seguir creciendo los próximos años - FundsPeople España:

https://fundspeople.com/es/que-grandes-retos-debe-afrontar-la-inversion-sostenible-para-seguir-creciendo-los-proximos-anos/

Informe anual OFISO. La financiación sostenible en España en 2022:

https://www.ofiso.es/files/informe-anual-OFISO-La-financiacion-Sostenible-en-Espana-en-2022.pdf

Challenge barriers to a sustainable financial system:

https://www.unpri.org/annual-report-2021/delivering-our-blueprint-for-responsible-investment/sustainable-markets/challenge-barriers-to-a-sustainable-financial-system

Rethinking finance for sustainable development: Challenges and progress:

https://www.unescap.org/blog/rethinking-finance-sustainable-development-challenges-and-progress

ESG Investing: Practices, Progress and Challenges:

https://t4.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf

Evolution of ESG investing:

https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/es/pdf/2022/04/evolution-esg-investing.pdf

Finanzas sostenibles: Normativa y líneas estratégicas de actuación de la CNMV

Marina Ramírez Almansa, técnico Departamento de Estrategia, Innovación y Finanzas Sostenibles. David de Miguel Rato, subdirector Departamento de Estrategia, Innovación y Finanzas Sostenibles.

Resumen

Las finanzas sostenibles tienen por objeto la incorporación de elementos ambientales, sociales y de buen gobierno en la gestión empresarial, así como en la toma de decisiones de inversión. Desde 2015, cuando se adoptó el Acuerdo de París sobre cambio climático, se han desarrollado diversas iniciativas regulatorias con el fin de integrar las consideraciones medioambientales, sociales y de gobernanza en la toma de decisiones de inversión, con el objetivo de conseguir una transición hacia una economía baja en carbono, más eficiente en el uso de los recursos y más sostenible. Estas iniciativas se recogen en diversos documentos internacionales, europeos y nacionales, siendo las finanzas sostenibles un área en continuo desarrollo.

Abstract

Sustainable finance aims at incorporating environmental, social and governance elements into business management and investment decision-making. Since 2015, the year in which the Paris Agreement on climate change was adopted, several regulatory initiatives have been developed to integrate environmental, social and governance considerations into investment decision-making, with the aim of achieving a transition to a low-carbon, more resource-efficient and sustainable economy. These initiatives are reflected in various international, European, and national documents.

01 Introducción

02 Taxonomía

03 Actuaciones de la CNMV

04 Resumen

1. Introducción

Destacan tres hitos que marcan el desarrollo normativo en materia de sostenibilidad. En primer lugar, en septiembre de 2015 la Unión Europea (UE) y los gobiernos de todo el mundo se comprometieron a lograr una economía y una sociedad más sostenibles mediante la aprobación de los Objetivos de Desarrollo Sostenible que conformaron la Agenda 2030 de las Naciones Unidas. Posteriormente, en 2016, 97 países (entre ellos, todos los países de la UE) firmaron el Acuerdo de París, cuyo objetivo es mantener la temperatura media mundial muy por debajo de 2ºC y limitar el aumento de la temperatura a 1,5ºC con respecto a los niveles preindustriales. Por último, también en 2016 la Comisión Europea (CE) creó el Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre Finanzas Sostenibles (GEAN), que elaboró una estrategia global de la UE en materia de finanzas sostenibles que sirvió de base para el Plan de Acción de la CE que se publicó en marzo de 2018.

Este Plan de Acción, que pretende conectar las finanzas con las necesidades específicas de la economía europea en beneficio del planeta y de la sociedad, tiene como objetivos principales los siguientes:

- Reorientar los flujos de capital hacia inversiones sostenibles a fin de alcanzar un crecimiento sostenible e inclusivo;
- Gestionar los riesgos financieros derivados del cambio climático, el agotamiento de los recursos, la degradación del medio ambiente y los problemas sociales; y
- Fomentar la transparencia y el largoplacismo en las actividades financieras y económicas.

Desde entonces se han desarrollado múltiples iniciativas regulatorias con el fin de seguir avanzando en la consecución de estos objetivos[1].

Adicionalmente, el Pacto Verde Europeo de 2020 tiene como finalidad transformar la UE en una economía moderna, eficiente en el uso de los recursos y competitiva, garantizando que hayan dejado de producirse emisiones netas de gases de efecto invernadero en 2050, que el

1 CNMV - Antecedentes

crecimiento económico esté disociado del uso de recursos y que no haya personas ni lugares que se queden atrás en la consecución de estos objetivos[2].

Dado que se trata de una materia que está en proceso de evolución, en el ámbito de las finanzas sostenibles la actividad legislativa es elevada, tanto a nivel europeo como nacional (fundamentalmente por la necesidad de transponer o incorporar la normativa de la UE). A continuación, se describen brevemente las iniciativas más relevantes y los sujetos afectados que se pueden ver el siguiente cuadro:

Figura 1. Iniciativas y sujetos afectados más relevantes

Fuente: CNMV

2. Taxonomía

El **Reglamento de taxonomía**[3] estableció criterios normalizados para determinar si una actividad es ambientalmente sostenible, con la finalidad de aclarar qué actividades se consideran sostenibles para tomar decisiones de inversión (de momento este reglamento solo regula criterios ambientales). Los objetivos medioambientales que se establecen en este Reglamento son seis:

- Mitigación del Cambio climático,
- Adaptación al Cambio climático,
- Uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos,
- Transición hacia una economía circular,
- Prevención y control de la contaminación,
- Protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas.

Los sujetos obligados por el Reglamento de taxonomía son de dos tipos. Por un lado, las empresas no financieras, que deben incluir en el Estado de Información no Financiera, la proporción de actividades económicas elegibles y no elegibles para los objetivos de mitigación y adaptación al cambio climático en su volumen total de negocios, sus inversiones (CapEx) y sus gastos operativos (OpEx). Por otro, las empresas financieras, que deben divulgar la proporción de sus exposiciones a actividades económicas elegibles y no elegibles respecto de sus activos totales, así como a otro tipo de exposiciones descritas en la normativa.

Además, el Reglamento enumera diferentes criterios para identificar si una actividad es ambientalmente sostenible, creando para ello varias listas, entre las que se encuentran: una lista de actividades económicas y criterios

2 Un Pacto Verde Europeo (europa.eu)
3 Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088 —Reglamento de Taxonomía—.

relevantes vinculados a las mismas, una lista flexible para adaptarse a diferentes estilos y estrategias de inversión, una lista basada en el conocimiento científico y la propia experiencia de los propios sectores y una lista dinámica que irá respondiendo a cambios en tecnología, ciencia, nuevas actividades y datos (según vayan siendo publicados).

Emisores

En lo relativo a las obligaciones para los emisores son tres las disposiciones normativas europeas de mayor relevancia.

En primer lugar, la **Directiva relativa a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas**[4] **(CSRD)** que modifica la Directiva de Información No Financiera. Esta directiva moderniza y refuerza las normas sobre la información social y medioambiental que las compañías deberán publicar, ampliando además el número de compañías obligadas a informar sobre estos aspectos.

Además, la **Directiva de diligencia debida sobre sostenibilidad** tiene por objeto fomentar un comportamiento empresarial sostenible y responsable a lo largo de las cadenas de suministro mundiales. Su ámbito de aplicación subjetivo son determinadas empresas de la UE seleccionadas por razón de tamaño y empresas de fuera de la UE que generan cierto volumen de negocio dentro de esta. Esta Directiva establece la obligación de contar con medidas de diligencia debida en la cadena de valor, fija deberes de los directivos y contiene un régimen sancionador y de responsabilidad civil propio.

Por último, el **Reglamento sobre los bonos verdes europeos**, que tiene como finalidad principal establecer unos requisitos uniformes para los emisores de bonos que deseen utilizar la designación "bono verde europeo" para sus bonos sostenibles desde el punto de vista medioambiental que estén adaptados a la taxonomía de la UE y se pongan a disposición de los inversores a escala mundial. Este Reglamento, sobre el que se ha alcanzado un acuerdo provisional entre Parlamento y Consejo europeos, determina que se deben utilizar los fondos recaudados para la financiación exclusiva de actividades económicas medioambientales o que contribuyan a la transición, siendo verificado el funcionamiento por un tercero independiente. Además, el citado Reglamento prevé la publicación de informes anuales de asignación, la publicación de un informe de impacto y el mantenimiento en la web de toda la información requerida por el Reglamento durante la vida del bono.

En lo que al ámbito nacional se refiere, hay principalmente dos leyes que regulan las obligaciones para los emisores, **la Ley 5/2021, de 12 de abril, de fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas** y **la Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética**.

La primera de ellas prevé la posibilidad de que los accionistas se pronuncien sobre las remuneraciones de los consejeros, estableciendo determinadas obligaciones de transparencia para los *proxys advisors* (asesores de voto) y una política de implicación de los inversores institucionales.

Por otro lado, la Ley 7/2021, establece que el informe anual en el que se haga una evaluación del impacto financiero de los riesgos asociados al cambio climático generados por la exposición de su actividad deberá contener información relativa a la contratación pública, la evaluación del impacto financiero de los riesgos asociados al cambio climático generados por la exposición a este de su actividad, incluyendo los de transición.

Por último, El Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, en el ámbito de sus respectivas competencias, elaboran conjuntamente, cada dos años, un informe sobre el grado de alineamiento con las metas climáticas del Acuerdo de París y de la normativa de la Unión Europea basado en escenarios futuros y sobre la evaluación del riesgo para el sistema financiero español derivado del cambio climático y de las políticas para combatirlo, que se coordinará en el ámbito de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI).

4 Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, por la que se modifican el Reglamento (UE) n.º 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas.

Participantes en los mercados y asesores financieros

El **Reglamento 2019/2088 de divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros**[5] **("Reglamento de Divulgación" o "SFDR")**, dirigido a los participantes de los mercados y a los asesores financieros, es de aplicación a los participantes en los mercados financieros con más de 500 empleados o que tengan productos sostenibles.

Este Reglamento contiene la primera definición de productos financieros considerados "sostenibles" y establece dos categorías diferentes en función del grado de sostenibilidad. En este sentido, diferencia entre productos financieros normales, cuyas inversiones subyacentes no tienen en cuenta los criterios de la UE para actividades económicas medioambientalmente sostenibles; productos que promueven características ambientales o sociales, que a pesar de no tener un objetivo sostenible concreto, al menos el 50% por ciento de sus inversiones subyacentes deben de ser, entre otras, inversiones sostenibles (con objetivo) o inversiones que contribuyan a lograr las características ambientales, sociales y de gobernanza; y los productos que tienen por objetivo inversiones Sostenibles en el 100% de sus activos subyacentes y sí tienen un objetivo sostenible concreto.

Empresas de servicios de inversión

Como consecuencia de toda la regulación anteriormente descrita, se modificó la Directiva **MIFID II** para incluir las **preferencias de sostenibilidad**, de modo que las Empresas de Servicios de Inversión deben considerar las "preferencias de sostenibilidad de los inversores" en los test de idoneidad, entendiéndose como tales la decisión de un cliente respecto a los tipos de instrumentos financieros y productos de inversión basados en seguros que deben formar parte de sus inversiones.

De este modo, el cliente puede determinar que una proporción mínima de su inversión debe destinarse a inversiones medioambientalmente sostenibles conforme a la definición de taxonomía, que una proporción mínima debe invertirse en inversiones sostenibles conforme a la definición del Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles mencionado anteriormente, o que un producto tome en consideración las PIAS (Principales Incidencias Adversas) en los factores de sostenibilidad. En todo caso, en el supuesto de que el producto financiero no cumpla ninguno de los criterios fijados por el inversor, no podrá ofrecerse al cliente ningún producto como sostenible.

Asimismo, se establece la obligación de modificar las políticas y procedimientos de gobernanza del producto, debiendo de ser considerada la sostenibilidad en la definición del mercado destinatario objetivo del producto y en su estrategia de distribución e identificación de las circunstancias del cliente, siendo además necesaria la inclusión de las preferencias de sostenibilidad para verificar qué forma parte del mercado destinatario objetivo del producto.

Por último, en los casos en los que haya asesoramiento, se deberá informar al cliente, cuando proceda, de los factores de sostenibilidad que se tienen en cuenta a la hora de seleccionar los instrumentos financieros, debiendo incluirse en la propuesta de inversión un resumen del asesoramiento facilitado y cómo la recomendación tiene en cuenta las preferencias de sostenibilidad del cliente.

Administradores de Índices de Referencia

Por último, en lo relativo a índices de referencias (*benchmarks)*, es necesario hacer alusión al **Reglamento que regula los índices de referencia climáticos**[6] y que establece dos categorías: los

5 Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.

6 Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo relativo a los índices de referencia de transición climática de la UE, los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia.

de transición climática y los de empresas alineadas con los objetivos del Acuerdo de París.

Por un lado, los índices de referencia de transición climática están compuestos por selecciones de empresas que siguen una trayectoria de descarbonización (la trayectoria será cuantificable, científica y sujeta a plazos). Por otro, los índices de referencia ajustados al Acuerdo de París estarían compuestos por selecciones de empresas cuyas emisiones de carbono presenten una alineación general con los objetivos de calentamiento global a largo plazo del Acuerdo de París. Este reglamento recoge también algunas obligaciones divulgativas.

3. Actuaciones de la CNMV

En este ámbito, la CNMV está plenamente comprometida, en el ejercicio de sus competencias y como organización, con el desarrollo de un sistema financiero que contribuya al objetivo de sostenibilidad, por lo que continuará impulsando , como una de las cuatro líneas estratégicas definidas por la CNMV para el periodo 2023-2024, la revitalización de los mercados de capitales con la finalidad de favorecer el crecimiento y la transición a una economía sostenible[7].

Además, como muestra del compromiso de la CNMV con la transición hacia un modelo económico y financiero más sostenible y teniendo en cuenta su carácter transversal, se está reforzando la integración de los factores ASG en todos sus ámbitos de actuación. En este contexto, con el fin de facilitar el flujo de inversiones hacia actividades sostenibles, se está poniendo énfasis en la divulgación a los inversores de información estandarizada y comparable que, a su vez, sea comprensible y proporcionada. Además, la CNMV presta especial atención al desarrollo del sector de la inversión colectiva y a la implementación de la nueva normativa, identificando áreas de mejora y manteniendo un diálogo abierto y fluido con los principales actores. Asimismo, se está reforzando la supervisión de la información no financiera, en especial en materia de sostenibilidad, por parte de las empresas cotizadas y se fomenta la divulgación y el seguimiento de los futuros reportes sobre sostenibilidad derivados del nuevo marco europeo.

En concreto, una de las prioridades transversales es la identificación y el seguimiento de posibles prácticas de greenwashing o blanqueo ecológico en las distintas partes de la cadena de valor.

Cabe resaltar además que durante 2023 se están realizando actuaciones complementarias a las actividades de supervisión en materia de finanzas sostenibles, con énfasis en el riesgo de greenwashing:

- Especial contribución en los grupos internacionales dedicados al análisis y la comprensión de esta materia, tanto en ESMA (Autoridad Europea de Valores y Mercados) como en la IOSCO (Organización Internacional de Comisiones de Valores).
- Identificación de posibles prácticas relacionadas con el blanqueo ecológico o greenwashing en toda la cadena de valor a efectos de contribuir al trabajo en el ámbito internacional.
- Seguimiento y análisis de las reclamaciones relacionadas con la sostenibilidad.
- Orientación a las instituciones supervisadas y fomento del diálogo.
- Actividades de formación a los inversores, como la elaboración de recursos educativos para una adecuada comprensión de los productos con características ASG y la realización de actividades formativas específicas y cursos para inversores y el sector.

Adicionalmente, se está revisando el cumplimiento de la normativa sobre preferencias de sostenibilidad, dado que desde el segundo semestre de este año resultan aplicables las modificaciones de las directrices

7 CNMV - Antecedentes

de ESMA sobre idoneidad y las de gobernanza de productos[8].

4. Conclusión

En la actualidad se está produciendo un gran desarrollo normativo de las finanzas sostenibles, tanto a nivel europeo como nacional, orientado a la consecución de los objetivos fijados en el Plan de Acción de 2018.

De este modo, las nuevas obligaciones de transparencia que se han implementado para todos los participantes del mercado son, principalmente, la gestión de riesgos de sostenibilidad, la introducción de los factores de sostenibilidad en la toma de decisiones e inversión y la consideración de las preferencias de sostenibilidad de los clientes.

Por otro lado, entre los nuevos retos que se presentan para la CNMV en esta materia se pueden destacar: la aplicación de la normativa sobre sostenibilidad que se encuentra en proceso de negociación o trasposición, promover la revitalización de los mercados de capitales para favorecer el crecimiento y la transición a una economía sostenible, así como la definición de nuevas áreas de supervisión en materia de finanzas sostenibles, con énfasis en el riesgo de greenwashing.

8 “Líneas estratégicas de la CNMV 2023-2024”. Plan de actividades 2023: 28, 29, 39, 40, 42 y 43. “Publicaciones periódicas: GOODHART, C. (1989), "The conduct of monetary policy", The Economic Journal, junio: 293 346.”

Nota bibliográfica de los autores

Marina Ramírez Almansa. Estudió Licenciatura en Derecho y Máster Oficial en Derecho Autonómico y local en la Universidad de Córdoba, donde fue colaboradora en el Departamento de Derecho Civil, Penal y Procesal. Trabajó en la Asesoría Jurídica del Instituto de Crédito Oficial en 2013 y 2014. Posteriormente, a partir de 2015, trabajó como técnico en la Dirección General de Supervisión, Dirección General de Conducta Financiera y Dirección General Adjunta de Vicesecretaría General del Banco de España. En 2021 se incorporó en el Departamento de Inversores de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, donde actualmente forma parte del Departamento de Estrategia, Innovación y Finanzas Sostenibles.

David de Miguel Rato. Estudió Derecho y Administración de Empresas en la Universidad Pontificia de Comillas. Es Subdirector de Regulación y Finanzas Sostenibles y representante de la CNMV en el grupo de finanzas sostenibles de IOSCO (Sustainability Task Force) y ESMA (Comité Permanente de Sostenibilidad). Previamente fue Subdirector de Estrategia y Relaciones Institucionales y formó parte del Gabinete de Presidencia. Antes de incorporarse a la CNMV trabajó en el Banco Santander.

Green MiFID desde la perspectiva de las gestoras de fondos de inversión

José Luis Manrique Nebreda, director de Estudios del Observatorio INVERCO

Resumen

Desde el 2 de agosto de 2022 el Reglamento "Green MiFID" obliga a los comercializadores de fondos a considerar la idoneidad de sus clientes en base a criterios de sostenibilidad. El Observatorio INVERCO ha realizado una encuesta a una muestra de Gestoras de Fondos de Inversión con el fin de evaluar cómo la adhesión a estos requisitos ha afectado tanto internamente a las entidades como a su oferta de productos sostenibles. La falta de una normativa unificada parece ser el primer reto al que se enfrentan las gestoras a la hora de lanzar productos con sesgo de sostenibilidad, si bien, se prevé que la demanda de este tipo de productos aumente considerablemente tanto a corto como a medio y largo plazo, por lo que el desarrollo de un marco jurídico sólido resulta imprescindible.

Abstract

As of August 2, 2022, the "Green MiFID" Regulation obliges fund marketers to consider the suitability of their clients based on sustainability criteria. INVERCO Observatory has conducted a survey of a sample of Investment Fund Managers to assess how adherence to these requirements has affected Fund Managers both at internal level and their offer of these funds. The lack of a unified regulation seems to be the first challenge faced by fund managers when launching products with a sustainability bias, although the demand for this type of products is expected to increase considerably in the short, medium, and long term, so the development of a solid legal framework is essential.

01 Introducción

02 La perspectiva de las gestoras de fondos de inversión

03 Marco jurídico

04 SFDR y el reglamento de taxonomía

05 Reflexiones finales sobre los resultados de la encuesta

1. Introducción

La normativa MiFID relativa a la consideración de las preferencias de sostenibilidad en la evaluación de la idoneidad de los clientes, y que obliga a los comercializadores de fondos de inversión (prestadores de servicios de asesoramiento en materia de inversión y gestión de carteras), tiene asimismo un impacto relevante en la oferta de productos que las gestoras de fondos de inversión ponen a disposición del ahorrador.

Están previstos cambios regulatorios pendientes en el corto plazo que pueden afectar a la financiación de la sostenibilidad. Entre ellos: la revisión del Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR, por sus siglas en inglés); el desarrollo de la taxonomía europea; la publicación de un estándar de bonos verdes; la regulación de los ratings ESG o la iniciativa de la Comisión Europea del Punto de Acceso Único Europeo a Información en materia de sostenibilidad (ESAP, por sus siglas en inglés).

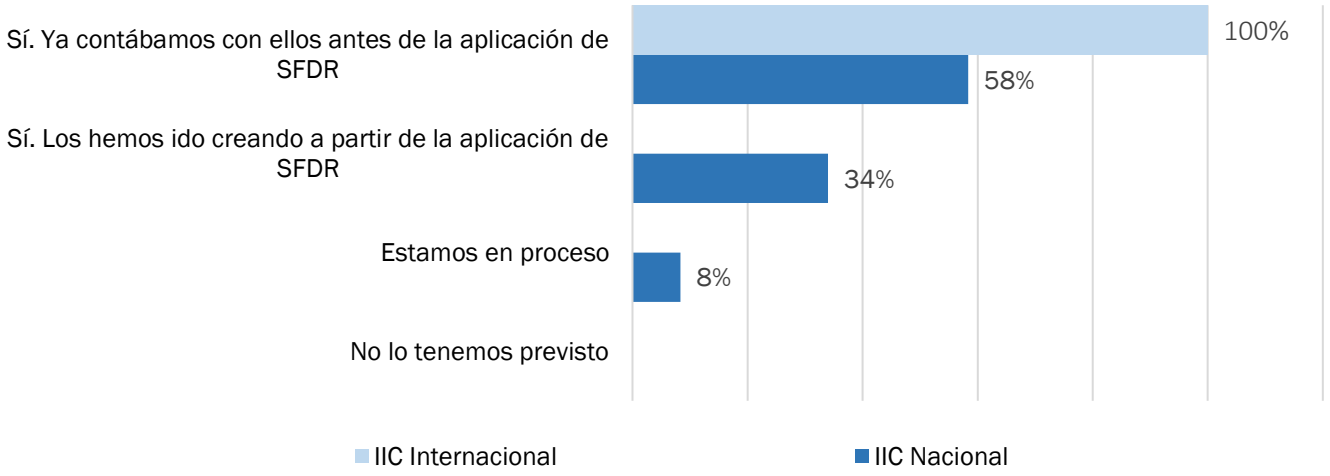
2. La perspectiva de las gestoras de fondos de inversión

El Observatorio INVERCO ha realizado una encuesta a una muestra de gestoras de fondos de inversión, tanto de instituciones de inversión colectiva (IIC) nacional como de IIC Internacional distribuida en España, que representan un porcentaje muy elevado del total distribuido en España. El objetivo de la misma es tratar de comprender cuál viene siendo y se espera que sea el impacto de la entrada en vigor de algunas de las principales piezas normativas que conforman el denominado paquete europeo de Finanzas Sostenibles, como puede es el caso del Reglamento conocido como “Green MiFID”. Aunque *a priori* los modelos de distribución de IIC nacional e internacional son algo diferentes, lo que pudiera extrapolar resultados distintos, las conclusiones en cuanto a aplicación de sostenibilidad son muy similares en ambos casos.

La totalidad de entidades encuestadas tienen o están en proceso de registro de Fondos con

criterios de sostenibilidad, aunque en el caso de IIC internacional el 100% de entidades consultadas ya disponían de Fondos sostenibles antes de la aplicación de SFDR, mientras que en el caso de IIC nacional el 42% de entidades los ha creado o está en proceso de crearlos a partir de la entrada en vigor del Reglamento.

Figura 1. ¿Cuenta su Gestora con Fondos que sigan criterios de sostenibilidad?



Fuente: Observatorio INVERCO

Es razonable pensar que la aplicación de Green MiFID, desde el 2 de agosto de 2022, debería haber tenido un impacto en la demanda de Fondos. Los datos aportados confirman la hipótesis, si bien con una intensidad superior en el caso de las gestoras internacionales, cuyas entidades perciben de forma más mayoritaria que en el caso de las nacionales, un incremento de la demanda de este tipo de productos.

Una de las razones que pudiera justificar la heterogeneidad de la respuesta pudiera ser el superior porcentaje de inversor institucional en el caso de IIC internacional distribuida en España respecto al nacional. Con datos del Banco Central Europeo, la inversión minorista (hogares) en los Fondos domésticos alcanza el 77% del total del patrimonio de dichos Fondos. Sin embargo, los inversores institucionales (Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones y compañías de seguros) son los mayores tenedores de los Fondos Internacionales distribuidos en España con un 61% del total del patrimonio distribuido. Ello quiere decir que el inversor minorista en Fondo Internacional en España supone el 39% (cifra muy inferior a la del caso de Fondo nacional).

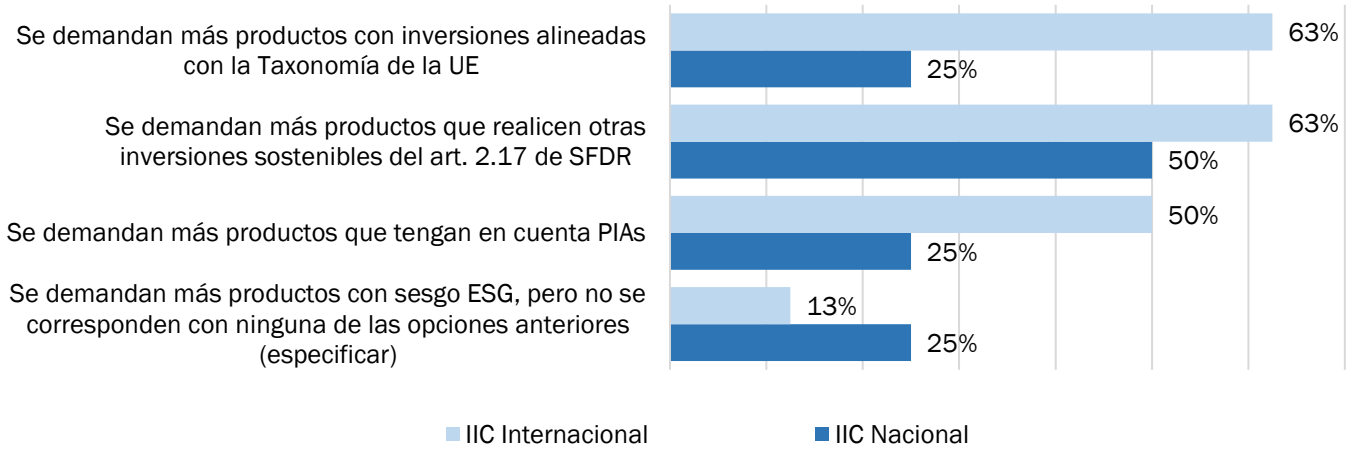
En esta cuestión, y respecto a las entidades que han percibido un cambio en la demanda de productos desde la aplicación de Green MiFID, más de la mitad de las entidades internacionales consultadas han notado tanto un incremento de la demanda de productos con inversiones alineadas con la taxonomía de la UE, como de productos que realicen otras inversiones sostenibles del art. 2.17 de SFDR[9], mientras que el 50% observa un incremento en la demanda de productos que tengan en cuenta Principales Incidencias Adversas (PIAs)[10]. (hay

[9] De acuerdo al citado reglamento, se consideran inversiones sostenibles, aquellas "inversiones en una actividad económica que contribuyan a un objetivo medioambiental, medido, por ejemplo a través de indicadores clave de eficiencia de recursos relativos al uso de la energía, de la energía renovable, consumo de materias primas, agua y suelo, producción de residuos y emisiones de gases de efecto invernadero e impacto sobre la biodiversidad y la economía circular o las inversiones en una actividad económica que contribuyan a un objetivo social y, en particular, toda inversión que contribuya a luchar contra la desigualdad, toda inversión que refuerce la cohesión social, la integración social y las relaciones laborales, o toda inversión en capital humano o en comunidades económica o socialmente desfavorecidas; siempre y cuando las inversiones no perjudiquen significativamente a ninguno de dichos objetivos y las empresas beneficiarias sigan prácticas de buena gobernanza, en particular en lo que respecta a que sus estructuras de gestión, relaciones con los asalariados y remuneración del personal pertinente sean sanas y cumplan las obligaciones tributarias".

10 Hay que tener en cuenta que una misma entidad puede contestar a más de una opción.

que tener en cuenta que una misma entidad puede contestar a más de una opción). Las gestoras nacionales destacan como cambio más sustancial la demanda de productos que realicen inversiones sostenibles del art. 2.17 de SFDR, aunque también destacan los productos con inversiones alineadas con Taxonomía y otros con sesgo ESG que no se corresponden con los anteriores.

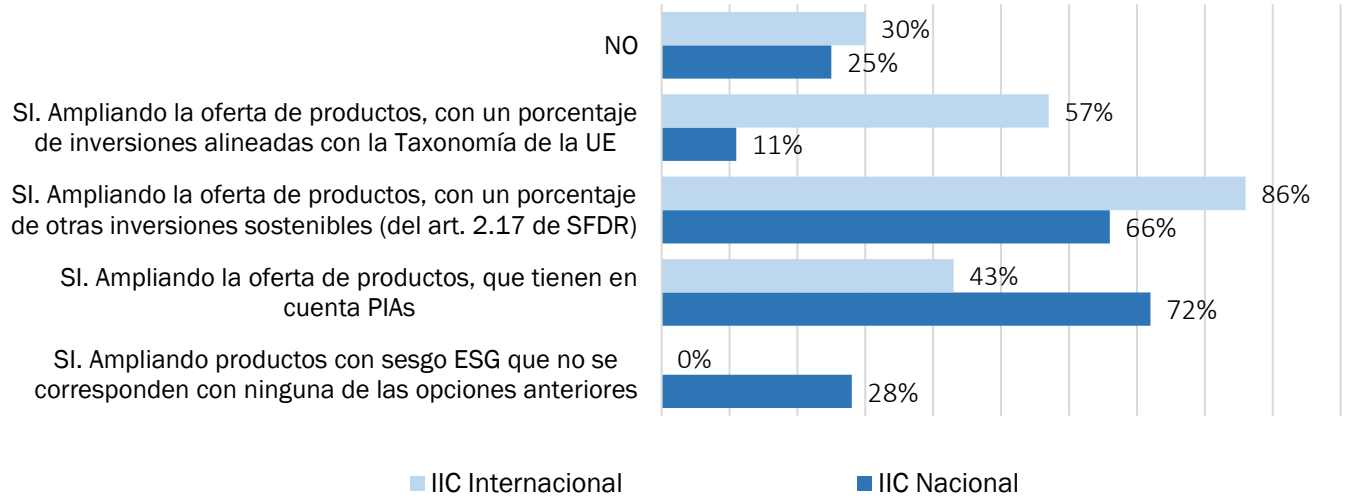
Figura 2. Su entidad ha experimentado cambios en la demanda de los productos desde la aplicación de Green MiFID



Fuente: Observatorio INVERCO

La percepción de cambio en la demanda de producto debería llevar aparejado en el fabricante la modificación de su catálogo de productos, adaptándolo a las "preferencias de sostenibilidad" que prevé el Reglamento. Y así ha sido en la mayoría de las entidades, internacionales y nacionales.

Figura 3.¿Ha adaptado su Gestora su catálogo de productos a las "preferencias de sostenibilidad" que prevé el Reglamento?

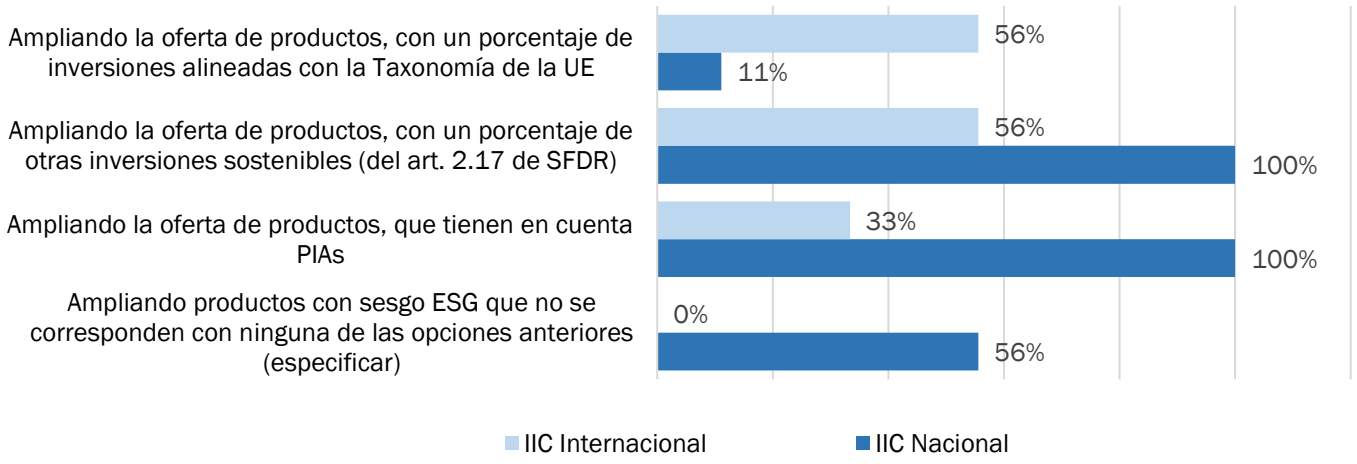


Fuente: Observatorio INVERCO

Esto es, más del 70% de las entidades gestoras (tanto nacionales como internacionales) han ampliado la oferta de productos. De ellas, el 86% de las internacionales y casi el 70% de las nacionales lo ha hecho con un porcentaje de otras inversiones sostenibles del art. 2.17 de SFDR, mientras que el 43% de las internacionales y el 72% de las nacionales lo ha llevado a cabo mediante el lanzamiento de productos que tienen en cuenta PIAs. Además, el 57% de las entidades internacionales y el 11% de las nacionales han ampliado la oferta de productos con un porcentaje de inversiones alineadas con la Taxonomía de la UE.

En cuanto a la posible evolución del catálogo de productos ofertados, la mayoría de las gestoras tanto nacionales como internacionales, tiene previsto ampliar la oferta de productos. De ellas, las entidades nacionales lo llevarían a cabo de forma mayoritaria con productos con un porcentaje de inversiones sostenibles del 2.17 de SFDR y con productos que tengan en cuenta PIAs, mientras que las internacionales lo harían tanto con productos con inversiones alineadas con taxonomía como con inversiones del art. 2.17 de SFDR. Quizás la incertidumbre regulatoria del momento actual sea la justificación de que alguna entidad no tenga previsto modificar a corto plazo su catálogo de productos.

Figura 4 ¿Tiene previsto su Gestora ampliar el catálogo de Fondos con sesgo de sostenibilidad?

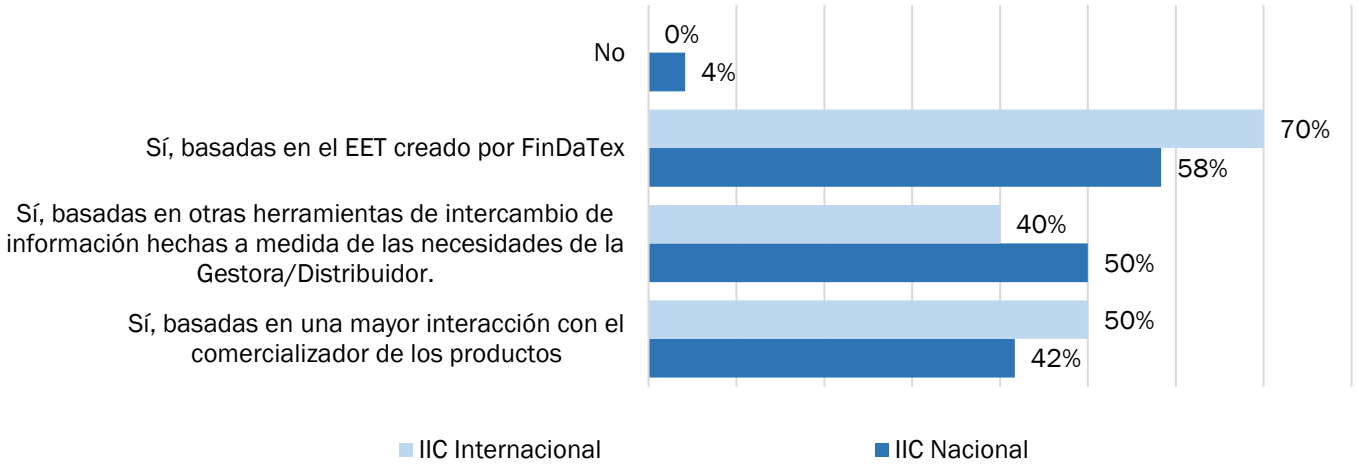


Fuente: Observatorio INVERCO

Prácticamente el 100% de las entidades consultadas han experimentado un aumento de costes como resultado de la aplicación de Green MiFID. La adaptación al nuevo marco regulatorio ha implicado la contratación de personal especialista en la materia en todas las áreas implicadas (gestión de inversiones, cumplimiento normativo, etc.); desarrollo de tecnología que dé repuesta a los requisitos exigidos; contratación de consultores externos que asesoren a la gestora en el proceso de adaptación; costes administrativos propios de adaptar la información enviada al regulador; costes de formación en sostenibilidad de los empleados de las distintas áreas de la gestora; pero principalmente, de los costes de los proveedores de información sobre los aspectos de sostenibilidad.

La aplicación de Green MiFID ha exigido la implementación de soluciones de intercambio de información sobre sostenibilidad entre gestoras de IIC y comercializadores de IIC. En este sentido, entre el 60 y el 70% de entidades ha elegido el European ESG Template (EET) creado por FinDaTex, mientras que casi la mitad ha adoptado otras herramientas de intercambio de información hechas a medida de las necesidades de la gestora/distribuidor. Más del 40% de las entidades consultadas ha optado por una mayor interacción con el comercializador de los productos.

Figura 5 ¿Ha exigido Green MiFID la implementación de nuevas soluciones de intercambio de información con distribuidores?



Fuente: Observatorio INVERCO

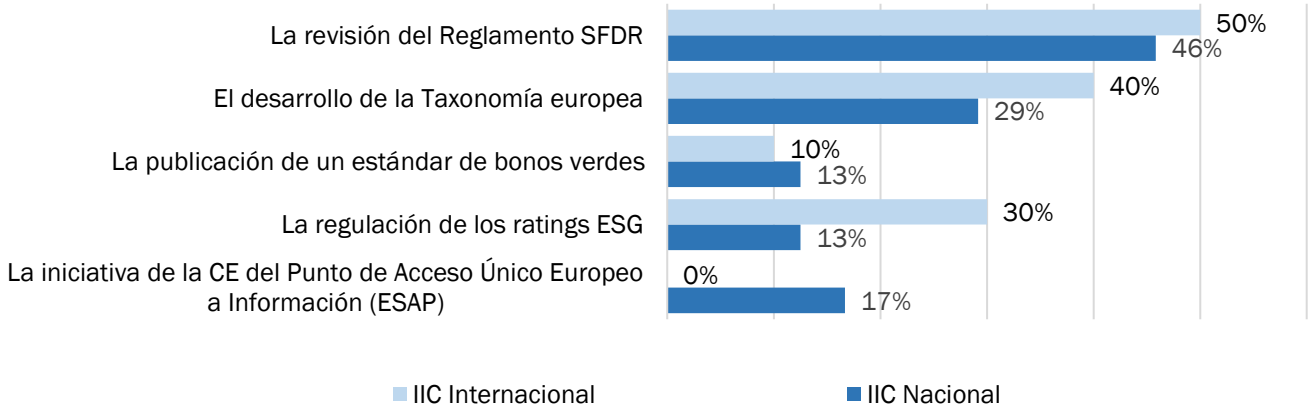
3. Marco jurídico

Respecto a los principales retos a los que se enfrentan las gestoras a la hora de lanzar productos con sesgo de sostenibilidad, casi el 60% de las entidades (tanto nacionales como internacionales) apuntan a la ausencia de un marco jurídico definitivo como primer reto, siendo la ausencia de información sobre sostenibilidad de las empresas en cartera el segundo reto. En cambio, la escasez de demanda para este tipo de productos no supone un problema en ningún caso, ya que para el 80% de las gestoras, la demanda de productos con sesgo de sostenibilidad va a aumentar (ya sea en el corto o en el medio y largo plazo).

De hecho, actualmente están previstos cambios regulatorios que van a modificar el marco jurídico existente y que pueden afectar a la financiación de la sostenibilidad. Entre las iniciativas legislativas pendientes destacan por orden de relevancia para las gestoras en cuanto a necesidad de implementación:

i. La revisión del Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR)
ii. El desarrollo de la Taxonomía europea
iii. La regulación de los ratings ESG
iv. La iniciativa de la Comisión Europea del Punto de Acceso Único Europeo a Información (ESAP) (entre otros) en materia de sostenibilidad, entre otros. (ESAP, por sus siglas en inglés)
v. La publicación de un estándar de bonos verdes.

Figura 6 ¿Cuál de las siguientes iniciativas considera más urgente?

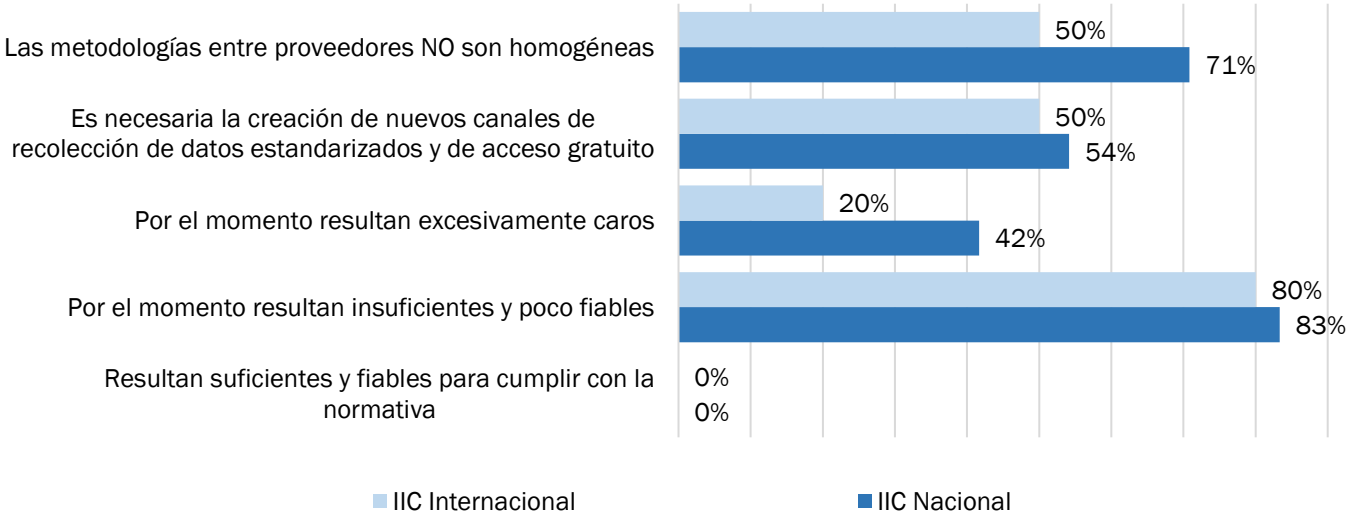


Fuente: Observatorio INVERCO

4. SFDR y el reglamento de Taxonomía

El Reglamento europeo de Divulgación de Finanzas Sostenibles (conocido como "SFDR)" y el Reglamento de Taxonomía imponen unos requisitos de información que las gestoras deben cumplir. Los datos disponibles para el cumplimiento de dichas exigencias de información no son valorados de la misma forma por todas entidades. Ocho de cada diez gestoras consideran que, por el momento, los datos disponibles son insuficientes y poco fiables, y más de la mitad de éstas, estiman que sería necesaria la creación de nuevos canales de recolección de datos estandarizados y de acceso gratuito. Igualmente, la mayoría de las entidades (nacionales e internacionales) considera que las metodologías entre los distintos proveedores de información no son homogéneas, lo que genera discrepancias en los datos.

Figura 7¿Cómo valora los datos disponibles para cumplir con las exigencias de información establecidas en SFDR y el Reglamento de Taxonomía?



Fuente: Observatorio INVERCO

Respecto al cumplimiento de las normas técnicas (RTS) de SFDR, las gestoras declaran casi al 100% que la falta de datos ha sido el principal reto al que han tenido que hacer frente, aunque añaden algunos otros:

- Falta de fiabilidad de los datos.
- Estandarización de procesos.
- Diferentes enfoques por parte de supervisores en distintas geografías.
- Falta de estabilidad en los criterios/requerimientos regulatorios. Plantillas de difícil cumplimentación, con preguntas poco claras y concretas con un formato de difícil manejo.
- Falta de concreción para una correcta interpretación de los conceptos.

5. Reflexiones finales sobre los resultados de la encuesta

- Aunque ya existían en España Fondos de Inversión con sesgo de sostenibilidad antes de SFDR, su aplicación ha impulsado la demanda de este tipo de instrumentos. Así, y sólo para el caso de Fondos nacionales, desde marzo de 2021 hasta finales de septiembre 2023 la demanda de Fondo sostenible del art. 8 o 9 [11]se ha multiplicado por cuatro, pasando a significar la tercera parte del total de activos gestionados, más de 113.000 millones de euros.
- La inclusión de las preferencias de sostenibilidad del inversor en el examen de idoneidad MiFID ("Green MiFID") ha dado un nuevo impulso a la oferta de producto con sesgo de sostenibilidad, sobre todo en aquellos con un porcentaje de otras inversiones sostenibles del art.2.17 de SFDR.
- La implementación de Green MiFID ha supuesto un incremento de los costes para la gestora, tanto en términos de tecnología como de recursos humanos, aunque destacando el derivado de costes de los proveedores de información sobre los aspectos de sostenibilidad.
- Las entidades prevén un incremento de la demanda de producto sostenible tanto en el corto como en el medio y largo plazo.
- La entrada en vigor de Green MiFID ha exigido la implementación de soluciones de intercambio de información sobre sostenibilidad con los distribuidores, destacando las basadas en el EET creado por FinDaTex, aunque también las herramientas de intercambio de información hechas a medida de las necesidades de la gestora/distribuidor.
- La ausencia de un marco jurídico definitivo supone un freno para el completo desarrollo de productos con sesgos de sostenibilidad. La revisión de SFDR y el desarrollo de la Taxonomía europea se consideran urgentes.

  Los datos disponibles para cumplir con las exigencias de información establecidas en SFDR y Taxonomía son, por el momento, insuficientes y poco fiables. Además, las metodologías entre los distintos proveedores de información no son homogéneas, lo que genera discrepancias en los datos.
- Por ello se hace necesaria la creación de nuevos canales de recolección de datos estandarizados y de acceso gratuito.

[11] La normativa referida establece que pueden comercializarse productos financieros que promuevan, entre otras, características medioambientales o sociales, o una combinación de ellas, siempre y cuando las empresas en las que se hace la inversión observen buenas prácticas de gobernanza. Estos son comúnmente conocidos como productos artículo 8, porque se regulan por dicho artículo del Reglamento SFDR. En cambio, si el producto financiero tiene como objetivo desarrollar inversiones sostenibles, estos son conocidos como productos artículo 9 y regulados por dicho artículo del Reglamento SFDR.

Inversiones sostenibles y de impacto social en Grupo ICO

Lucinio Muñoz, director general de Fundación ICO

Resumen

La promoción de la inversión de sostenibilidad e impacto social es función del Grupo ICO, para cuyo desempeño es fundamental la actuación de AXIS, la filial de Capital Riesgo del Grupo. Se describen dos iniciativas: la iniciativa de impacto social de Fond-ICO Pyme, pionera en el sector y que en 2023 ha duplicado su dotación hasta los 100 millones de euros, y la actividad de Fond-ICO Sostenibilidad e Infraestructuras, dotado con 400 millones de euros e inscrito en la CNMV cumpliendo los requisitos que marca el artículo 8 del Reglamento SFDR.

Abstract

The promotion of sustainability and social impact investment is a function of the ICO Group, for whose performance the actions of AXIS, the Group's Venture Capital subsidiary, are essential. Two initiatives are described: the social impact initiative of Fond-ICO Pyme, a pioneer in the sector and which in 2023 has doubled its endowment to 100 million euros, and the activity of Fond-ICO Sustainability and Infrastructure, endowed with 400 million of euros and registered with the CNMV complying with the requirements set out in article 8 of the SFDR Regulation.

01 Introducción

02 Axis

03 Iniciativa de impacto social y sostenibilidad Fond-ICO Pyme

04 Fond-ICO Sostenibilidad e infraestructuras

1. Introducción

El Grupo ICO ha situado la sostenibilidad, en su triple vertiente medioambiental, social y de gobernanza, como un eje transversal en su actividad para apoyar al tejido empresarial español, promoviendo un modelo de crecimiento económico más sostenible. En esta línea, la Estrategia del ICO, alineada con el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia y el Marco Financiero Plurianual de la UE, establece como objetivo que al menos un 40% de la nueva financiación del Instituto durante el período 2022-2027 sea sostenible.

Por su naturaleza pública, la actividad del Grupo ICO tiene el foco en la “s”, de social, tanto como en “e” de medioambiental. Así, por ejemplo, en su actividad “de pasivo”, el ICO ha sido pionero en impulsar en España el mercado de bonos sociales, habiendo realizado hasta el momento 10 emisiones de bonos sociales, por importe de 5.050 millones de euros, además de 5 emisiones de bonos “verdes” por importe de 2.500 millones de euros lo que supone un total de emisiones de bonos “sostenibles” de 7.550 millones de euros. En su vertiente de “activo”, los contratos del ICO se refieren al necesario respeto a los derechos humanos y sus préstamos ligados a sostenibilidad incluyen “indicadores clave de desempeño (KPI) que incentivan el desempeño social de sus clientes, en materias como la igualdad de género, la diversidad y la atención a las minorías y a grupos especialmente vulnerables.

2. Axis

En el ámbito de la inversión de sostenibilidad e impacto social del Grupo ICO, es fundamental la actuación de AXIS, la filial de Capital Riesgo del Grupo, que complementa a la del Instituto. La labor que lleva a cabo AXIS, en colaboración público-privada, complementa y refuerza el posicionamiento global del Grupo en favor de la sostenibilidad, destacando su papel como impulsor de las inversiones de impacto social.

En los últimos años, Axis se ha posicionado como una entidad de referencia en la movilización de inversiones con impacto social o

medioambiental positivo en el sector del capital riesgo y, en el ejercicio 2022, Axis aprobó un importe total de 673,4 millones de euros en inversiones sostenibles a través de los cuatro fondos que gestiona:

- Fond-ICO Next Tech
- Fond-ICO Global
- Fond-ICO Sostenibilidad e Infraestructuras, y
- Fond-ICO Pyme.

Un 77% de las operaciones aprobadas en 2022 son sostenibles.

En este contexto de promoción de las inversiones sostenibles y de impacto, nos referiremos específicamente a dos iniciativas: la iniciativa de impacto social de Fond-ICO Pyme, pionera en el sector y que en 2023 ha duplicado su dotación hasta los 100 millones de euros, y la actividad de Fond-ICO Sostenibilidad e Infraestructuras, dotado con 400 millones de euros e inscrito en la CNMV cumpliendo los requisitos que marca el artículo 8 del Reglamento SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation). El fondo se ha comprometido a que al menos el 80% de sus inversiones promuevan características sociales o medioambientales. Asimismo, su actividad contribuye a varios de los Objetivos de Desarrollo Sostenible, tales como: Energía asequible y no contaminante (Objetivo 7); Ciudades y comunidades sostenibles (objetivo 11); Agua limpia y saneamiento (objetivo 6), entre otros.

3. Iniciativa de impacto social y sostenibilidad de Fond-ICO Pyme

La Iniciativa de Impacto Social y Sostenibilidad se puso en marcha en el marco de Fond-ICO Pyme en noviembre de 2018, con un importe inicial de 50 millones de euros. Fond-ICO Pyme tiene un tamaño de 250 millones de euros, por lo que la Iniciativa representó, en su inicio, un 20% del importe global del Fondo.

Desde su creación, en noviembre de 2018 y hasta el 31 de diciembre de 2022, se había aprobado a través de esta Iniciativa la inversión en seis fondos de Impacto, con un importe acumulado de 40 millones de euros (80% del volumen reservado inicialmente para esta Iniciativa).

El tamaño total de los fondos en los que ha invertido esta Iniciativa es de 134 millones de euros, de los que un mínimo de 112 millones se canalizará a empresas españolas. Hasta el 31 de diciembre de 2022, se habían realizado ya 41 inversiones en España de las que el 93% era en Pymes. Estas inversiones han permitido crear o mantener 1.551 puestos de trabajo y estaban relacionadas con la economía social (servicios e investigación en cuidados de la salud, integración profesional de colectivos menos favorecidos, proyectos digitales de inclusión social y territorial, entre otros).

Dada la buena acogida de este tipo de instrumentos, el Consejo de Administración de AXIS aprobó el 28 de abril de 2023 la ampliación en 50 millones de euros de la Iniciativa de Impacto Social y Sostenibilidad, englobada dentro de Fond-ICO Pyme.

Con esta ampliación, la Iniciativa alcanza ya los 100 millones de euros para invertir en Fondos de Impacto Social y Sostenibilidad y Axis consolida esta Iniciativa que fomenta la constitución de fondos especializados en promover proyectos sostenibles con impacto social y medioambiental positivo y medible, en los que la rentabilidad financiera no es la prioridad principal de los vehículos, sino el impacto de la inversión sobre la sociedad.

Entre las principales novedades de la ampliación de la Iniciativa destaca la ampliación a inversiones en fondos de deuda, además de los fondos de capital como hasta ahora. De hecho, AXIS ha aprobado recientemente la participación, con 10 millones de euros, en el Fondo Impact Bridge Deuda Impacto España, en el que participa también CaixaBank a través de Microbank con otros 10 millones y el Fondo Europeo de Inversiones con 30 millones. Este fondo es el mayor de su tipología en España, siendo una iniciativa pionera por centrarse en financiar a empresas que actúan en ámbitos con gran impacto social, como el desarrollo rural, la inclusión laboral, el clima y el medioambiente, la economía circular, la agricultura sostenible y la igualdad de género. Más adelante, en este Cuaderno, se incluye un artículo específico sobre esta iniciativa.

Los fondos en los que invierte AXIS con la Iniciativa de Impacto Social son fondos FESE (Fondo de Emprendimiento Social Europeo) y, a partir de la ampliación de la misma, también se incorporan los fondos que cumplen con el artículo 9 del Reglamento SFDR (Sustainable Finance Disclosures Regulation). Estos vehículos se comprometen a hacer el seguimiento y valoración de las inversiones según se establece en sus respectivos reglamentos y están obligados a reportar trimestralmente a AXIS el seguimiento y valoración de las inversiones que realizan.

Uno de los principales retos a los que se enfrenta la Iniciativa es el de involucrar a las empresas de menor tamaño en el "reporting". Para la correcta ejecución de estas iniciativas es esencial disponer de información de los clientes y su actividad, por lo que, es necesario acompañar en este proceso a las contrapartes que no están obligadas por la norma a dar información como son las Pymes. Por ello, desde el Grupo ICO se fomentan actuaciones para promover la formación y concienciación de las Pymes en este ámbito.

4. Fond-ICO Sostenibilidad e Infraestructuras

Dotado con 400 millones de euros, tiene como misión invertir en activos de infraestructura sostenible como vectores de impacto económico y social. Con Fond-ICO Sostenibilidad e Infraestructuras, AXIS facilita el desarrollo y construcción de proyectos que contribuyen a una economía más sostenible y descarbonizada y el fondo aporta el valor añadido de un inversor flexible y estable a largo plazo.

Esta iniciativa prioriza los nichos estratégicos dentro de los sectores energía, movilidad, medio ambiente e infraestructura social, buscando un claro impacto positivo para las personas, el clima y el medio ambiente.

Fond-ICO Sostenibilidad e Infraestructuras tendrá un papel relevante en la canalización de fondos Next Generation en la segunda fase del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia a través de la iniciativa ICO Verde. Este programa tiene como objetivo movilizar financiación de proyectos e inversiones en empresas españolas para la realización de inversiones que favorezcan la transición verde, como la generación de energía renovable, la eficiencia energética, la movilidad sostenible o la economía circular.

Como inversor a largo plazo, el Fondo busca en España y el exterior proyectos con una alta predictibilidad de flujos, desarrollados por promotores cualificados en los siguientes sectores:

- Transición energética: generación sostenible, redes de distribución, eficiencia energética.
- Medio ambiente: gestión del ciclo del agua, tratamiento y aprovechamiento de residuos, economía circular.
- Movilidad sostenible: la que contribuye a reducir las emisiones de gases de efecto invernadero del sector del transporte, como el vehículo cero emisiones, las infraestructuras de recarga, el material rodante ferroviario .
- Infraestructura social y servicios: infraestructura sanitaria, educativa, judicial.

Los recursos invertidos tienen como destino la financiación de las nuevas inversiones directamente derivadas del proyecto (prioritariamente greenfield).

El Fondo invierte a través de distintos tipos de instrumentos, en función del tipo de operaciones de que se trate. Para inversiones directas en proyectos, el Fondo puede tomar participaciones en capital (de forma minoritaria y acompañado por otro inversor financiero) o invertir en deuda subordinada o préstamos participativos (en condiciones adaptadas a cada proyecto).

Para inversiones en el exterior, se contempla la financiación en divisa local, sujeto a la disponibilidad de la misma.

En el caso de licitaciones, el Fondo sólo participa tras la adjudicación del proyecto (generalmente en régimen de concesión), pudiendo emitir, en su caso, cartas genéricas de elegibilidad de forma previa a los licitantes que así lo soliciten.

Para la inversión en fondos de infraestructura, éstos tendrán que estar orientados a proyectos nuevos (greenfield), que generen claros

impactos positivos en los ámbitos económico, social o medioambiental). El Fondo invierte de forma minoritaria y el capital del resto de los fondos debe ser mayoritariamente privado. Además, la gestora debe disponer de una metodología para la medición del impacto de sus inversiones mediante indicadores de sostenibilidad.

.

El rango de las inversiones se sitúa entre 10 y 30 millones de euros por inversión, pudiendo analizar proyectos fuera de rango según su valor estratégico. Respecto al plazo, el fondo ajusta el plazo de su inversión a la realidad de cada proyecto, si bien por su naturaleza de inversor a largo plazo, puede contemplar un horizonte de hasta 20 años.

Nordea Asset Management: La colaboración como fuerza del cambio

Ana Rosa Castro y María Calabuig. Nordea Asset Management

Resumen

Una reducción sustancial de las emisiones de gases de efecto invernadero, en particular de CO_2, es estrictamente necesaria para reducir y controlar la subida de las temperaturas a nivel global. Sin embargo, muchas empresas que han sufrido una fuga de capitales por su nivel de emisiones pueden resultar críticas y fundamentales para alcanzar los objetivos de sostenibilidad. Excluirlas de las carteras de inversión puede ser bueno en la teoría, pero en la práctica acabarán igualmente afectando y contaminando el planeta. Mediante la colaboración o engagement, la participación del accionariado puede ser una pieza clave para abordar el cambio climático e iniciar planes de transición creíbles.

Abstract

A substantial reduction in greenhouse gas emissions, particularly CO2, is both necessary and imperative to reduce and control global climate change. Many businesses that are currently perceived as laggards in the context of the energy transition has suffered a capital flights the past years. However, some of them are still relevant in the future green economy and may even be critical in enabling broader sustainability commitments. Excluding them from investment portfolios may look good in paper but will have a limited impact in the real world. Through engagement, active ownership could take place to address climate change and initiated trustworthy transition plans.

01 Introducción

02 Colaboración con grandes emisores

03 El proceso

04 Conclusiones

1. Introducción

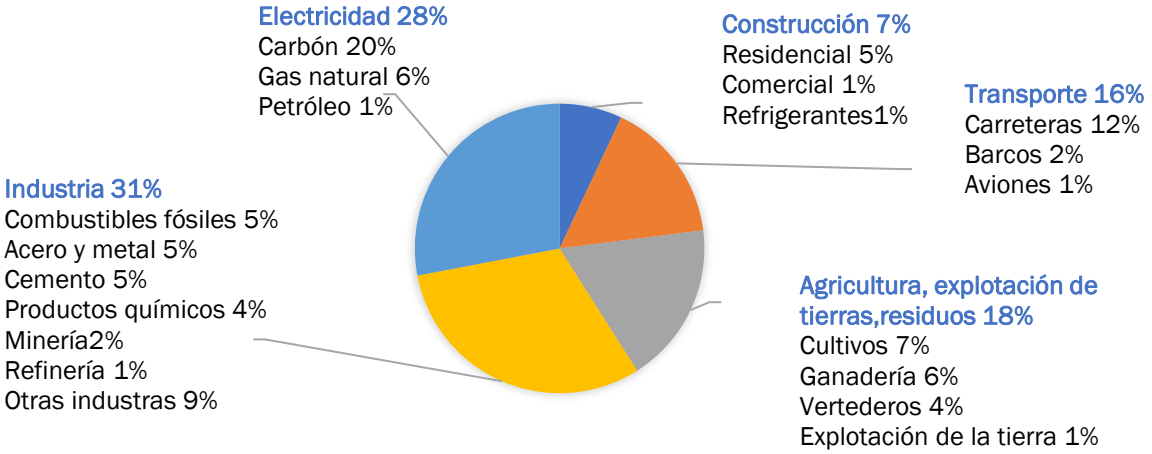
Las emisiones generadas por el ser humano están causando estragos en nuestro planeta, empujándonos a una crisis climática irreversible. Los fenómenos meteorológicos están afectando a cada vez más personas lo que intensifica el sentido de urgencia de la situación.

Los datos revelan que nuestro planeta está experimentando un aumento constante de las temperaturas, con temperaturas promedio globales 1,2°C más altas en la actualidad que durante la era preindustrial. Aunque 1,2°C puede sonar insignificante, lo cierto es que se están presenciando impactos adversos que tienen que ver con el calentamiento global: patrones climáticos atípicos en ciertas épocas del año, tormentas severas, subidas del nivel del mar, deshielo polar o acidificación del océano son algunos ejemplos. Si las políticas mundiales actuales permanecen sin cambios, se espera que las temperaturas globales aumenten hasta 2,7 °C para 2100, lo que plantea el riesgo de que ciertas áreas de nuestro planeta se conviertan en inhabitables.

Por definición, los emisores pesados representan una parte considerable de la contaminación global. Según un informe de Rhodium Group publicado en diciembre de 2022, en 2020, la industria siguió siendo el sector que emite más emisiones de CO2 emite, generando el 31 % de las emisiones globales. Las emisiones del sector de la energía eléctrica contribuyeron con el 28 % de las emisiones globales, la gran mayoría de las cuales provenían de la combustión de carbón. Las emisiones combinadas de explotación de tierras, agricultura y ganadería y residuos representaron el 18 %, seguido del transporte (en el 16 %) y de los edificios con el 7 % del total mundial. Esto significa que una parte significativa de la actual reducción de las emisiones de carbono proviene de ciertos sectores, haciéndolos relevantes e incluso críticos para permitir la transición.

Una reducción sustancial de las emisiones de gases de efecto invernadero, en particular de CO2, es estrictamente necesaria para reducir y controlar la subida de las temperaturas a nivel global. Aquí es donde entran en juego iniciativas como las cero emisiones netas, también llamado Net Zero, o el Pacto Climático de Glasgow de 2021.

Figura 1. Emisiones globales por sector. Porcentaje neto de GEI en 2020



Fuente: Rhodium Group. A fecha de 19/12/2023

Enfoques tradicionales de inversión

Los inversores pueden acceder a soluciones que provean cero emisiones netas de varias maneras diferentes:

- **Construyendo carteras de inversión que ya tienen bajas emisiones.** Las carteras de bajas emisiones solo se pueden lograr excluyendo a las empresas que generan mayores emisiones. Si bien este enfoque en sí mismo se encarga de enviar un mensaje muy significativo a estos grandes emisores, siempre habrá perfiles que quieran seguir financiando a los grandes emisores a costa de una buena rentabilidad esperada. En el mejor de los casos, el inversor tendrá una cartera limpia en un planeta contaminado, y en el peor de los casos, tendrá una cartera que excluya a los sectores que generan más emisiones, pero llena de empresas que no logran ofrecer una descarbonización creíble.
- **Construyendo carteras que están alineadas con el *Net Zero*.** Esto significa que están en una fase de transición para alcanzar el cero neto en una fecha determinada. Las cartera alineadas con las cero emisiones netas invierten en empresas que tienen planes creíbles de descarbonización. Se trata de una forma sólida de dirigir fondos hacia empresas que están trabajando para lograr un cambio en el mundo actual. El inversor puede ser partícipe de cómo las emisiones de su cartera van disminuyendo para alcanzar los objetivos del cero neto, al mismo tiempo que afectan a las empresas que operan en la actualidad en su camino a reducir su huella de carbono.

Sin embargo, estos enfoques no ofrecen una respuesta a la siguiente pregunta clave: **¿Qué sucede con las empresas que están rezagadas en su reducción de emisiones de carbono?** Estas compañías son directamente excluidas de cualquier cartera de inversión que tenga por objetivo el cero neto. No obstante, estas son las empresas que más que necesitan cambiar y adaptarse a la nueva economía verde. ¿Es realmente beneficioso para sociedad pasarlas por alto e ignorarlas?

La realidad es que **muchas de estas empresas seguirán existiendo en una economía baja en carbono del futuro, y algunas incluso pueden desempeñar un papel crucial en el logro de objetivos de sostenibilidad de vital importancia.** Excluirlas de las carteras de inversión puede ser bueno en la teoría, pero en la práctica acabarán igualmente afectando y contaminando el planeta.

2. Colaboración con grandes emisores

Con el fin de maximizar el impacto en el mundo real, se hace necesario adoptar un tercer enfoque que tenga en cuenta que las mayores reducciones de emisiones en el mundo real van a proceder de las empresas que generan más gases contaminantes en la actualidad. Este enfoque iría dirigido a aquellas empresas que generan un gran nivel de emisiones siempre y

cuando estén dispuestas a emprender el camino hacia la transición. Si evitamos a toda costa a los grandes emisores que no se encuentran alineados con el Acuerdo de París, no se fomentará el cambio necesario y verdaderamente transformador.

A través de un proceso de colaboración o engagement, se puede llevar a cabo un compromiso que ejerza de un vínculo sólido en aras de apoyar la descarbonización del mundo actual. Esto sería una vía complementaria para descarbonizar la cartera meramente teniendo en cuenta a los líderes climáticos que ya de por sí aportan un valor significativo a la reducción de emisiones.

La colaboración puede ejercer como motor y principal propulsor para efectuar el cambio y, por lo tanto, para reducir las emisiones actuales de una cartera a lo largo del tiempo.

Inversión en "empresas con emisiones relativamente altas" que se encuentran en una fase de transición temprana

Las empresas que emiten un nivel de CO_2 considerable poseen una propuesta valor significativa para una cartera de inversión, ya que no solo generan un impacto mayor en la reducción de las emisiones globales, sino que también pueden generar potencial de alfa y ser atractivas para el inversor.

¿Por qué sucede esto? En primer lugar, si nos fijamos en las valoraciones, el precio del mercado a menudo puede ser incorrecto al valor real de una empresa. En este caso, las empresas que sufren o se retrasan en la lucha contra el cambio climático pueden conllevar asociaciones negativas al ser excluidas directamente de la lista de compañías sostenibles, verdes o ASG (ambiental, social y de buen gobierno). Esto se traduce en descuentos significativos del precio real o *fair value*.

Esas empresas que demuestran potencial para mejorar su desempeño ambiental y mitigar los riesgos percibidos pueden obtener recompensas financieras de aquellos que están avanzando con éxito en la escala de ESGASG. En otras palabras, al asignar capital y ser accionista activista de ASG, se pueden descubrir nuevas vías y adaptaciones de sectores e industrias que resultan indispensables en la actualidad y que serán siendo vitales para el futuro. Desde la industria relacionada con la energía hasta los servicios públicos, la colaboración indaga en la sostenibilidad de los modelos de negocio y abre nuevas e inexploradas fronteras.

Si tomamos por ejemplo la industria siderúrgica, un perfil de empresa intensivo en carbono, sería concebido como negativo y por ende quedaría automáticamente excluida de carteras de inversión que promuevan objetivos ambientales y sostenibles. Por tanto, es muy poco probable que las acciones de esta industria aparezcan en estrategias de inversión cuya piedra angular sea la sostenibilidad.

Si miramos desde otra perspectiva, vemos que un parque eólico marino o una planta fotovoltaica pueden necesitar cantidades ingentes de acero para desarrollar macroproyectos que favorezcan energías verdes. Por consiguiente, ignorar un material tan sumamente extendido como el acero es también dejar de lado a un componente e impulsor clave de la descarbonización global.

A pesar de contar con una intensidad de carbono elevada a la hora de producir acero, la industria siderúrgica se erige también como un facilitador estructural clave en la transición energética. Algo que debería tomarse muy en serio para llevar a cabo las ambiciones de conseguir cero emisiones netas.

Un caso práctico: Xcel Energy[12]

Con aproximadamente 45 millones de toneladas de emisiones directas de carbono, el grupo de servicios públicos regulados por los Estados Unidos Xcel Energy es un importante proveedor de electricidad de los Estados Unidos y uno de los 30 mayores emisores de gases de efecto invernadero (GEI) del mundo. Dado que actualmente posee y opera en plantas de energía a carbón, Xcel a menudo es ignorada automáticamente (o excluida directamente) por los inversores conscientes de ESG, a pesar de convertirse en la primera gran empresa de servicios públicos de EE.UU. en establecer objetivos de emisiones netas cero ya en 2018.

Aunque todavía es parte del problema climático, ya hemos sido testigos de la rápida descarbonización de Xcel. Su producción de electricidad a carbón ha caído de casi el 56% de su generación total en 2005 al 25% en 2021, mientras que la participación de las energías renovables aumentó de aproximadamente el 9% al 36% durante el mismo período. Hemos estado colaborando con Xcel en temas climáticos individualmente, y a través de la iniciativa Climate Action 100+, desde 2019. En el transcurso de este compromiso, Xcel ha reforzado significativamente sus informes relacionados con el clima y ha vinculado la compensación ejecutiva a los objetivos de reducción de emisiones. Además, recientemente ha buscado aprobaciones regulatorias para las retiradas de plantas de carbón, lo que significa que retirará completamente todas las plantas de carbón restantes para 2030, como tarde.

En vista de la ambición de Xcel de lograr cero emisiones netas de metano para 2030, recientemente Nordea Asset Management ha estado colaborando con la empresa en relación a las emisiones de GEI, que contribuyen a aproximadamente el 25% del calentamiento global. En este sentido, han instado al CEO y al equipo de administración de Xcel a unirse a la Asociación de Petróleo y Gas de Metano 2.0 (OGMP 2.0) lo antes posible. Hasta la fecha, más de 100 empresas se han comprometido a medir y reportar las emisiones de metano a través de este protocolo transparente, basado en la ciencia y estandarizado a nivel mundial.

3. El proceso

La descarbonización requiere colaboración y acción. Por lo tanto, en lugar de evitar los sectores de altas emisiones, es importante comprometerse con estas empresas olvidadas y emisores pesados que pueden desempeñar un papel crucial en el logro de la transición hacia un mundo más sostenible. Al asignar capital y experiencia en esas empresas, se podrá ayudar con el tiempo a reducir las emisiones del mundo actual.

Hay muchas empresas que actualmente se perciben como rezagadas en el contexto de la transición energética, pero que siguen siendo relevantes en la futura economía verde e incluso pueden ser críticas para permitir colaboraciones de sostenibilidad más amplios. P, por ejemplo, las turbinas eólicas requieren hormigón, acero, hierro, fibra de vidrio, polímeros, etc. aluminio, cobre, zinc y elementos de tierras raras. Esta infravaloración se refleja a menudo en que estas empresas están infravaloradas en relación con su valor justificado.

Los inversores que se centran en identificar, financiar y apoyar a las empresas de altas emisiones que se comprometen a reducirlas sus emisiones estarán bien posicionados para capturar atractivos rendimientos ajustados al riesgo. Las empresas de alta emisión que navegan con éxito esta evolución probablemente conservarán el valor oculto para los inversores a largo plazo.

Para invertir en la evolución que requiere la economía para hacer frente al cambio climático, es necesario centrar el análisis y la inversión en aquellos procesos y operaciones diarias que necesitan esfuerzos extra de descarbonización. Estos serán los pasos reales que las empresas pueden empezar a implementar para descarbonizar sus operaciones diarias.

La colaboración o *engagement* significa tener un diálogo constructivo y activo con las empresas. Estos diálogos permiten entender cómo una empresa está pensando y abordando los riesgos

[12] Las referencias empresas u otras inversiones mencionadas no podrán considerarse como una recomendación al inversor para comprar o vender, y sólo se incluyen a título informativo.

u oportunidades ESG ASG que son relevantes para su negocio, así como apoyar a esas empresas en el cumplimiento de su potencial financiero y ambiental.

El primer elemento clave es determinar la **viabilidad de la colaboración** con una empresa específica sobre un tema específico. Las preguntas claves que incluir aquí podrían ser desde qué tan cooperativo es el equipo directivo, si pueden incorporar los objetivos ESG ASG relevantes en el modelo de negocio, su disposición al cambio y las fechas de ejecución operativa.

Tan pronto como se establece la viabilidad, los **indicadores clave de rendimiento (KPI)** pueden seguir la trazabilidad. Dependiendo de lo lejos que haya progresado cada empresa en su camino hacia la descarbonización, se puede trazar una hoja de ruta con diferentes objetivos a corto y largo plazo para ayudarles a alcanzarlos sus objetivos. En todo el proceso, la transparencia es clave. Las empresas que alinean debidamente sus informes con un marco riguroso y de alta calidad, como el Grupo de Trabajo sobre Divulgaciones Financieras Relacionadas con el Clima (TCFD), hacen que sea más fácil para los inversores evaluar su desempeño en comparación con sus pares.

Una vez que comienzan los esfuerzos de colaboración, se establecerá un **proceso de monitoreo** efectivo para realizar un seguimiento del progreso de cada empresa.

Volviendo al caso de interés explicado anteriormente sobre Xcel Energy, Nordea Asset Management lleva a cabo un proceso de colaboración con dicha empresa desde hace varios años en su esfuerzo por involucrarse y cooperar con sus empresas participadas.

Para ello, la gestora nórdica ha establecido unos objetivos de colaboración claros y concisos que permitan medir el progreso de la compañía. Los resultados esperados son compartidos y consultados previamente por las dos partes interesadas. El impacto esperado de este proceso de colaboración radica no solo en lograr un menor impacto ambiental en 3-5 años, sino también una rentabilidad por acción atractiva en cuanto el mercado valore los esfuerzos de descarbonización de Xcel Energy.

Para las empresas que han recorrido un largo camino en la ejecución de su estrategia climática, los esfuerzos de colaboración pueden ocurrir a intervalos trimestrales. Para aquellos que todavía están en el comienzo de su viaje, puede ser beneficioso aprovechar marcos de actuación que ofrecen *Climate Action+* o los Principios para la Inversión Responsable (ISRPRI) para incrementar la influencia.

Si la estrategia de una empresa no logra avanzar hacia las expectativas establecidas inicialmente, se producirá una **escalada**. Esto podría articularse mediante cartas abiertas a la dirección para expresar opiniones en un entorno público, votando en contra de los directores o de paquetes de compensación relevantes, y/o buscando la colaboración con otros inversores para que la presión sea mayor en cumplir los objetivos establecidos. Si bien siempre es favorable comprometerse con las empresas para fortalecer su perfil ambiental, las decisiones de desinversión podrían considerarse en casos de fracaso en el progreso.

Impulsar el cambio tiene resultados[13]

A medida que los inversores se embarcan en su viaje hacia la descarbonización, inevitablemente se enfrentan a desafíos multifacéticos. Entre otras cosas, la evaluación de la colaboración genuina o de las empresas con la reducción de emisiones y su capacidad para ejecutar estrategias de transición puede estar cargada de matices e incertidumbres. Los gestores de activos que pueden trabajar en conjunto con los mandos directivos pueden ejercer como fuerza de cambio para impulsar las estrategias correctas, establecer objetivos apropiados y asignar capital suficiente para convencer al mercado del compromiso de una empresa con la descarbonización para obtener resultados favorables.

Cuando se ejecutan correctamente, los planes de transición de las empresas para el futuro pueden reflejarse en el precio de las acciones de hoy, lo que permite a los inversores cosechar ganancias de capital a medida que el mercado

[13] No se ofrece ninguna garantía de que se conseguirán los objetivos de inversión, rentabilidad y resultados de una estructura de inversión. El valor de su inversión puede aumentar o disminuir, y usted podría perder la totalidad o una parte del capital invertido.

estima y apoya planes de transición creíbles. Los mercados de renta variable tienden a descontar las negociaciones que están en juego para quedarse con el valor actual. De ahí la importancia de la propiedad activa para guiar a estas empresas esenciales a través de una estrategia de descarbonización creíble, exitosa y favorable.

4.Conclusiones

Los inversores pueden acceder a soluciones que provean cero emisiones netas a la atmósfera principalmente por dos vías: **carteras de inversión con bajas emisiones y carteras de inversión alineadas con el *Net Zero.*** Estas corresponden a líderes climáticos y mejores de la categoría verde y a soluciones de inversión que se encuentran en el camino de reducir su huella de carbono, respectivamente.

La realidad es que muchas de estas empresas seguirán existiendo en una economía baja en carbono del futuro, y algunas incluso **pueden desempeñar un papel crucial en el logro de objetivos de sostenibilidad** de vital importancia. Excluirlas de las carteras de inversión puede ser bueno en la teoría, pero en la práctica acabarán igualmente afectando y contaminando el planeta.

Las empresas que emiten un nivel de CO_2 considerable poseen una propuesta valor significativa para una cartera de inversión, ya que **no solo generan un impacto mayor en la reducción de las emisiones globales, sino que también pueden generar potencial de alfa** y ser atractivas para el inversor.

Dado el rápido crecimiento de las estrategias sostenibles, algunas empresas han sufrido una fuga de capitales masiva debido a su nivel de emisiones. Para aquellas empresas que están ***dispuestas a colaborar por el cambio y a valorar una transición realista****, existe una vía de colaboración a través de la participación del accionariado.*

La descarbonización requiere colaboración y acción. Por lo tanto, en lugar de evitar los sectores de altas emisiones, es importante **comprometerse con estas empresas olvidadas y emisores pesados que pueden desempeñar un papel crucial** en el logro de la transición hacia un mundo más sostenible. Al asignar capital y experiencia en esas empresas, se podrá ayudar con el tiempo a reducir las emisiones del mundo actual.

La colaboración o *engagement* significa tener un diálogo constructivo y activo con las empresas. Estos diálogos permiten entender cómo una empresa está pensando y abordando los riesgos u oportunidades EASG que son relevantes para su negocio, así como apoyar a esas empresas en el cumplimiento de su potencial financiero y ambiental.

El proceso de colaboración que se recomienda radica en **determinar la viabilidad** y disposición de la empresa antes de llevar a cabo la inversión**, establecer unos indicadores clave de rendimiento (KPI)** para medir el progreso de la compañía y un **monitoreo efectivo** para realizar un seguimiento del proceso. En última instancia, se producirá una **escalada** con el equipo directivo si los objetivos programados no se adecuan con los establecidos.

Allianz Global Investors: Auge de la renta fija sostenible: Transformando la inversión y la economía

Marisa Aguilar Villa, directora general de Allianz Global Investors para España y Portugal

Resumen

La renta fija, activo mayoritario en las carteras de inversores institucionales y particulares, ha dejado de ser la "hermana pequeña" en la inversión sostenible. Propulsada por la urgencia climática y la necesidad de escala en los flujos que financian la transición hacia una economía sostenible, está experimentando un proceso de innovación realmente significativo, con la creación de nuevos instrumentos en el mercado de bonos y una mayor incorporación del análisis sostenible de los emisores a las características típicas del activo. Todo ello permite el diseño de nuevos productos de ahorro e inversión de renta fija, capaces de satisfacer las necesidades financieras a la vez que proporcionan a los inversores acceso a las múltiples oportunidades de inversión que presenta la transición de nuestro sistema económico y social hacia un modelo más sostenible.

Abstract

Fixed income, the main asset in the portfolios of institutional and individual investors, is no longer the "little sister" in sustainable investment. Driven by climate urgency and the need for scale in the flows that finance the transition to a sustainable economy, it is undergoing a truly significant process of innovation, with the creation of new instruments in the bond market and a greater incorporation of the sustainable analysis of issuers into the typical characteristics of the asset. All this allows the design of new fixed income savings and investment products, capable of meeting financial needs while providing investors with access to the multiple investment opportunities presented by the transition of our economic and social system towards a more sustainable model.

01 Introducción

02 Renta fija sostenible: la hermana pequeña en la inversión sostenible

03 Explosión de la renta fija sostenible

04 Del foco en la "etiqueta" al foco en el "emisor"

05 Ejemplos de carteras de renta fija sostenible

06 Conclusión

1. Introducción

La creciente conciencia de los problemas ambientales y sociales junto a la urgencia de abordar la crisis climática ha llevado a un cambio significativo en la forma en que operan empresas, gobiernos, reguladores y el sector financiero en su conjunto. La búsqueda de un modelo de desarrollo más sostenible está transformando el tejido empresarial globalmente: las empresas se están dando cuenta de que **la sostenibilidad es una necesidad estratégica** para garantizar su supervivencia en el largo plazo.

En este camino hacia la consecución de un modelo económico y social más sostenible, la Unión Europea ha adoptado un papel de liderazgo, entendiendo dicha transformación como una palanca de crecimiento y prosperidad para todos sus habitantes. El Pacto Verde Europeo, adoptado en 2019 por la Comisión Europea persigue la **neutralidad climática en 2050** y comprende un paquete de medidas e iniciativas relacionadas con el clima, el medioambiente, la energía, el transporte, la industria, la agricultura y, por último, y no por ello menos relevante, las finanzas sostenibles, áreas todas ellas interdependientes y entrelazadas en su desarrollo y aplicación, que se da bajo la premisa de que la **transición hacia una economía descarbonizada y más sostenible sea justa socialmente**.

El rol del sector financiero es crucial en la transformación de nuestra economía: con unos marcos de políticas públicas y regulatorios claros y coherentes, el sector financiero se puede convertir en un acelerador de la transformación sostenible. Por ello, la Comisión Europea lleva desarrollando desde 2018 un Plan de Acción para las Finanzas Sostenibles, cuyos objetivos principales son:

- Reorientar los flujos de capital hacia la financiación de una economía sostenible.
- Integrar el cambio climático, la degradación ambiental y los problemas sociales en la gestión del riesgo financiero.
- Fomentar una visión más largoplacista y transparente en la actividad económica y financiera.

“Recuerden, transformar nuestra economía es una gran oportunidad… El coste de no transformar es muy superior a las necesidades de capital e inversión que requiere la transformación.

Para superar la polarización y el conflicto y construir una sociedad compacta y descarbonizada, tenemos que propiciar mucha más colaboración entre todos nosotros.”

Oliver Bäte, Allianz CEO, en la cumbre de Naciones Unidas para la Ambición Climática- Septiembre 2023

2. Renta fija sostenible: la hermana pequeña en la inversión sostenible

En los años 80 y 90 y prácticamente hasta 2015, año del Acuerdo de París y del establecimiento de la Agenda 2030 por parte de Naciones Unidas con la definición de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), la inversión sostenible se entendía principalmente como una inversión “responsable”, incluso ética en ocasiones. Se canalizaba fundamentalmente a través de la inversión en el capital de las compañías (renta variable) que presentaban un comportamiento alineado con unos determinados valores, **excluyendo** aquellas que bien por sus prácticas empresariales, o bien por el tipo de actividad en el que estaban enfocadas, tenían un comportamiento menos “responsable”.

La **inversión socialmente responsable**, como se la denominó en un principio (concepto vigente todavía a día de hoy) constituía en esos años un porcentaje muy minoritario de toda la inversión existente en el mercado de capitales, y se circunscribía a unos pocos inversores institucionales (planes de pensiones, fondos soberanos, compañías de seguros, organizaciones y asociaciones sin ánimo de lucro) fundamentalmente basados en Europa, con vocación inversora de largo plazo y una alta sensibilidad social y también, por qué no, reputacional.

La **renta fija**, por su perfil de rentabilidad ajustada por el riesgo, siempre ha sido mayoritaria en las carteras de inversión, tanto de inversores institucionales como de particulares. Y, sin embargo, tradicionalmente, ha sido la **“hermana pequeña**” de la renta variable en lo que a la inversión sostenible se refiere. Quizás la razón sea que el análisis de la deuda de las compañías ha estado más limitado a características técnicas financieras de los bonos emitidos (duración, tipo de interés, etc.), así como a la calidad crediticia de la compañía (su capacidad de repagar la deuda) y menos al análisis de la actividad económica de la empresa: el sector en el que opera, posición relativa, cuota de mercado, ventajas competitivas, capacidad de fijación de precio, captación y retención de talento, políticas de seguridad, gobernanza, etc., características más propias de un análisis fundamental destinado tradicionalmente a nutrir y apoyar la inversión en el capital de la empresa.

Otro de los motivos por los cuales quizás la renta fija ha tenido un papel menos relevante en las carteras de inversión sostenibles puede ser el hecho de que el tenedor de la deuda de una compañía no es un accionista o “propietario” de la misma. Y a medida que algunas herramientas utilizadas en la inversión sostenible se han desarrollado – como el diálogo activo con las compañías en las que se invierte y el ejercicio del voto, como formas de influenciar y motivar una mayor sostenibilidad en las compañías- la renta fija se ha visto limitada en el “activismo” que podía ejercer con dichas compañías.

Pero no hay ninguna duda: si queremos realmente alcanzar la descarbonización de nuestra economía, transformar nuestro sistema económico de forma que se aprovechen de manera más sostenible los recursos naturales y fomentar una sociedad más igualitaria y próspera, **la renta fija tiene que jugar un papel fundamental**, teniendo en cuenta su rol protagonista en el ahorro y la inversión de todos los actores en el mercado, institucionales y particulares.

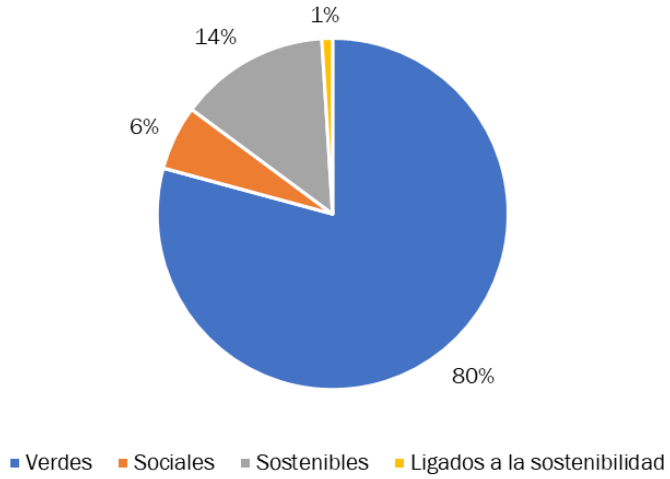
3. Explosión de la renta fija sostenible

La primera emisión de "renta fija sostenible" se lleva a cabo en 2007 por parte del Banco Europeo de Inversiones (BEI), a través de la emisión de un bono con "etiqueta" sostenible, en concreto, un **bono verde**. Tras unos años de tímido desarrollo, a partir de 2014 el mercado "explosiona", aumentando no sólo en número de emisiones de bonos verdes, sino generando una innovación en el tipo de títulos que se ponen en el mercado. Así, en este momento encontramos en el mercado de renta fija con "etiqueta" los siguientes tipos de instrumentos:

- **Bonos verdes**: bonos emitidos para financiar proyectos medioambientales, como la construcción de parques eólicos, plantas de tratamiento de aguas residuales o la promoción de la eficiencia energética. Estos bonos ofrecen a los inversores la oportunidad de contribuir directamente a la lucha contra el cambio climático.
- **Bonos sociales**: dirigidos a financiar proyectos que aborden problemas sociales, como la educación, la salud o el acceso a la vivienda. Estos instrumentos permiten a los inversores apoyar iniciativas que tienen un impacto positivo en la calidad de vida de nuestra sociedad.
- **Bonos sostenibles**: combinan aspectos medioambientales y sociales en un solo instrumento. Esto les brinda a los inversores la flexibilidad de respaldar proyectos que aborden múltiples dimensiones de la sostenibilidad.

Estos bonos "con etiqueta" emitidos por gobiernos, entidades supranacionales y empresas privadas, tienen como objetivo financiar proyectos sostenibles concretos. Bien sean ambientales y climáticos (bonos verdes), sociales (bonos sociales, que se multiplicaron durante la pandemia para resolver desafíos sanitarios o educativos, entre otros) o que combinan ambas características (sostenibles).

Figura 1. Distribución del volumen acumulado en bonos con "etiqueta" desde 2007



Fuente: Climate Bonds

Los **bonos verdes siguen siendo los dominantes en el mercado de los bonos con etiqueta**, por su mayor antigüedad y por el mayor desarrollo de métricas y proyectos relacionados con la mitigación del cambio climático y la adaptación al mismo. Al fin y al cabo, la ciencia climática es la disciplina que mayor innovación tecnológica está experimentando en los últimos años. Una tendencia que, teniendo en cuenta los objetivos globales de descarbonización y los planes ambientales existentes en gran parte del planeta, esperamos que continúe en las próximas décadas.

El mercado de capitales continúa **innovando sin cesar**. Así, observamos otro tipo de bonos más incipiente, los **bonos de transición**, donde la financiación captada se debe dirigir exclusivamente a proyectos de transición climática elegibles (por ejemplo, una compañía minera puede emitir un bono destinado a la captura y almacenamiento de emisiones de carbono). Son **normalmente utilizados por compañías que operan en sectores más intensivos en emisiones** de gases de efecto invernadero y que desean avanzar hacia un "estadio más verde" de sus operaciones.

Es importante destacar que **desde el punto de vista financiero los bonos con etiqueta sostenible son bonos tradicionales**: se emiten para captar financiación, pagan un cupón durante su vida o al final de la misma y, llegado su vencimiento, el capital se recupera. Es **responsabilidad del emisor** (como en los bonos tradicionales) **la devolución del capital**. Lo único

que los distingue es que con este tipo de instrumentos observamos una inversión "sostenible y finalista" que podemos apoyar y supervisar a través de la información que el emisor facilita de manera regular sobre los proyectos sostenibles financiados. Es decir, **tenemos más información y transparencia** sobre el **destino** que se le da a nuestra inversión.

4. Del foco en la "etiqueta" al foco en el "emisor"

¿Sólo podemos hablar de renta fija sostenible si hay una etiqueta en el bono? A medida que el mercado de las finanzas sostenibles avanza, empezamos a observar nuevas tendencias y prácticas. Por ejemplo, la concesión de préstamos o la emisión de bonos sujetas a la consecución de unos determinados objetivos sostenibles por parte de la compañía. Son los llamados **bonos ligados a la sostenibilidad** (o préstamos también ligados a la sostenibilidad), donde la entidad financiera (en el caso de un préstamo) o el inversor (en el caso de un bono) prestan su dinero a un emisor con la condición de que éste cumpla un determinado objetivo sostenible (o varios). A cambio, si dicho objetivo se cumple (por ejemplo, una disminución X en las emisiones de CO2), el bono o préstamo paga un interés menor, es decir, el coste de la financiación para el emisor del bono o para el prestatario se reduce.

La financiación de **proyectos concretos** con fines sostenibles y, por lo tanto, medibles, es una opción muy interesante desde el punto de vista inversor, ya que delimita y define el destino de la inversión y lo circunscribe claramente a un fin sostenible. Pero **no es la única opción existente, ni debe serlo**. Con el desarrollo del mercado sostenible observamos una aproximación más amplia hacia el emisor, sin atar la financiación obtenida a proyectos concretos, sino exigiendo que toda su estrategia de negocio se esté transformando de manera sostenible. Así, se puede conseguir un mayor impacto y acelerar la efectividad de la financiación sostenible.

Podríamos afirmar que estamos asistiendo a una evolución en nuestro foco como inversores: pasamos de una visión más concreta centrada en proyectos sostenibles a una más amplia, donde la **transformación sostenible del emisor se convierte en nuestro objetivo**.

La utilización de los recursos financieros obtenidos por el emisor es libre, como en la deuda tradicional, siempre que se cumplan determinados objetivos (deuda ligada a la sostenibilidad) y que, en última instancia, la transformación hacia la sostenibilidad del modelo de negocio sea sólida, tenga sentido económico y pueda llevarse a cabo. Es decir, dicha transformación debe situarse en el centro de la estrategia económica del emisor. Para ello, la utilización de marcos y asociaciones internacionales y de verificadores externos por parte de las compañías emisoras está aumentando, ya que proporciona a la comunidad inversora un **nivel adicional de confianza** a la hora de validar dicha estrategia de cambio.

Otra forma de abordar la sostenibilidad a través de la deuda emitida por las compañías es centrarse no tanto en cómo desarrollan sus operaciones si no en **qué tipo de actividad económica desempeñan** y cómo los **productos y servicios que proporcionan van dirigidos a solucionar algún tipo de carencia o problema ambiental y/o social**, o son facilitadores, habilitadores e incluso aceleradores de un desarrollo más sostenible por parte de otros. Financiar este tipo de compañías, **ayudando al crecimiento y desarrollo de actividades que tienen un impacto positivo** en nuestro entorno y nuestra sociedad, es **otra forma de crear carteras de renta fija sostenibles**, tanto en mercados cotizados como en empresas que no cotizan.

5. Ejemplos de carteras de renta fija sostenible

Como hemos visto, la **innovación y el desarrollo de los instrumentos y las técnicas de inversión en renta fija sostenible** están en pleno auge, generando una multitud de opciones a los inversores. Para ilustrar el espectro de opciones existentes, hemos escogido dos ejemplos de vehículos de inversión en renta fija sostenible. No son los únicos existentes en Allianz Global Investors, pero creemos que ejemplifican e ilustran algunas de las aproximaciones posibles.

Fondo Allianz Green Bond

Allianz Green Bond es uno de los vehículos pioneros en inversión en bonos verdes. El fondo se lanzó en noviembre de 2015, antes de la firma del Acuerdo de París y el total de la estrategia gestiona aproximadamente 1.300 millones de euros a cierre de septiembre de 2023.

La cartera está invertida al 100% en bonos verdes de elevada calidad crediticia, que financian proyectos con un impacto positivo sobre el medioambiente. El desarrollo del mercado de bonos verdes ha permitido que, ya desde hace unos años, la totalidad de la cartera pueda estar invertida en bonos verdes de calidad, emitidos por compañías con una estrategia de sostenibilidad **sólida y coherente.**

De hecho, a diferencia de otros fondos en los que la deuda emitida por organismos públicos tiene un mayor peso, el equipo gestor de Allianz Green Bond decidió adoptar un sesgo hacia emisores corporativos, con el objetivo de **impulsar al sector privado** en su transición energética. Destacan como principales características:

- La elección de los bonos verdes se realiza según los Principios establecidos por ICMA (Asociación internacional de Mercado de Capitales, en inglés).
- La cartera excluye un conjunto de compañías siguiendo los criterios de exclusión* que se aplican a todos los fondos sostenibles en Allianz Global Investors.
- Es una cartera global diversificada por emisores, sectores y regiones.
- La calidad de los bonos verdes se evalúa mediante un proceso estricto que combina el análisis fundamental y financiero con el impacto ecológico de cada emisión.
- El equipo gestor analiza también el valor relativo de los bonos individuales, supervisando tanto la exposición al mercado como la duración en cada momento.
- Dada la naturaleza de largo plazo de los proyectos que se financian, la duración de la cartera suele ser relativamente elevada (característica clásica de los bonos verdes, su largo plazo), lo que supone que los precios de los bonos se puedan ver afectados en momentos de subidas de los tipos de interés, como ocurrió en 2022.

Análisis de impacto: recordemos que, si bien los bonos verdes son similares a otros bonos tradicionales, el capital obtenido se dedica a proyectos con beneficios ambientales cuantificables, abordando cuestiones como: energía renovable, eficiencia energética, edificios inteligentes, transporte limpio, agua y gestión de residuos. Ello nos permite supervisar el destino de la inversión y calcular el impacto de la misma; por ejemplo, de acuerdo con el análisis de los proyectos financiados, cada millón de euros invertido en Allianz Green Bond puede contribuir a evitar unas 381 toneladas de emisiones de CO2, Allianz Green Bond es un fondo sostenible, clasificado como artículo 9 según el reglamento de divulgación de finanzas sostenibles europeo (SFDR), y está dirigido a clientes que desean invertir en renta fija de calidad y a largo plazo a la vez que contribuyen a la generación de un impacto medioambiental positivo. Cuenta con el sello de calidad Greenfin Label del Gobierno de Francia.

Allianz SDG Euro Credit

Allianz SDG Euro Credit es también un fondo de inversión de renta fija sostenible que permite combinar la inversión en deuda de compañías de calidad en la zona euro con la consecución de avances y mejoras en materia social y medioambiental en la región.

El fondo persigue financiar aquellas compañías de la zona euro cuya actividad económica está no sólo alineada de manera clara al menos **con uno de los ODS**, sino que su **contribución a dicho objetivo/s es positiva y medible** (aplicando una metodología que analiza los ingresos derivados de las actividades económicas sostenibles que llevan a cabo las compañías). Destacan como principales características:

- El fondo invierte principalmente en bonos con grado de inversión de la zona euro o de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).
- Se aplican los criterios mínimos de exclusión que todos los fondos sostenibles de Allianz Global Investors presentan.
- Las inversiones se centran en la deuda de empresas con un impacto positivo y medible en uno o varios de los "ODS" de Naciones Unidas.
- Además, se analiza que estas compañías no perjudiquen significativamente al resto de ODS.
- Un 60% de la cartera está compuesta por bonos verdes, con un 9% de bonos sociales, un 4% de bonos sostenibles y un 1,6% de bonos ligados a la sostenibilidad.
- La calidad crediticia media de la cartera es elevada, con un rating de A- (con datos a cierre de septiembre de 2023).

El fondo está clasificado como artículo 9, según el reglamento de divulgación de finanzas sostenibles europeo, SFDR.

6. Conclusión

La transición hacia una economía más sostenible requiere cambios profundos en la forma en la que operan empresas y gobiernos, todo un desafío para nuestro sistema económico y social. Inversores, emisores y reguladores deben entender que el cambio y la innovación van a ser una constante en los años venideros, y por lo tanto una aproximación flexible y cualitativa es necesaria junto a una continua mejora de los datos y las métricas de los resultados obtenidos. En este contexto de evolución constante, **la inversión en renta fija sostenible ya desempeña un papel crucial en la transformación hacia una economía más sostenible**. Los instrumentos de renta fija sostenible ofrecen una amplia variedad de opciones, brindando a ahorradores e inversores múltiples oportunidades de inversión entre las que poder elegir no sólo cómo satisfacer sus necesidades financieras, sino también cómo participar en la financiación de proyectos sostenibles, la transición energética y, en definitiva, la consecución de un crecimiento económico más equitativo y sostenible

Anesvad: Finanzas sostenibles desde las fundaciones

Eduardo Uribe. Fundación Anesvad

Resumen

La situación extrema que la realidad nos está exponiendo obliga a la necesidad de hacer una economía más cercana a las personas, que incida en el cuidado del planeta y contribuya a eliminar las desigualdades. Este es el momento en el que los y las inversoras particulares e institucionales, públicos y privados están incorporado con fuerza en el mercado las Inversiones Social y Medioambientalmente Responsables como un elemento de construcción compartida sobre objetivos comunes.

Las Fundaciones, como agentes importantes de transformación, deben participar activando y dando contenido a las ISR e Inversiones de Impacto. Lo primero es iniciar el camino hacia el interior de cada entidad y valorar como pueden las ISR contribuir al Impacto buscado

Abstract

The extreme situation that reality is exposing forces us to make an economy closer to people, that is mindful of the care for the planet and contributes to eliminate inequalities. This is the moment in which private and institutional, public, and private investors are strongly incorporating Socially and Environmentally Responsible Investments in the market as an element of shared construction on common objectives.

Foundations, as important agents of transformation, must participate in activating and giving content to SRI and Impact Investments. The first step is to start the journey within each entity and assess how SRI can contribute to the desired Impact.

01 Introducción

02 Marco normativo de la gestión de las finanzas en el tercer sector fundacional

03 El capital al servicio de la transformación social y el planeta

04 Disonancia Misión-Inversión

1. Introducción

En estos últimos quince años el sector fundacional ha abordado cambios y retos haciendo frente a crisis internacionales (económicas, sanitarias, humanitarias), el surgimiento de actores económicos ocupando el espacio natural de la sociedad civil, dudas en el papel del Estado, debates sobre eficiencia, evidencias e ideologías. Todo ello no debe evitar que se mantenga el papel destacado que debe tener el sector fundacional respecto a liderar cambios innovadores a los desafíos sociales y ambientales más importantes de nuestro tiempo.

Para lograr avances y transformaciones significativas el sector fundacional debe asumir riesgos. Cada entidad tiene su propia tolerancia al riesgo y debe analizar sus capacidades y contexto para encontrar su impacto en un compromiso global relacionando el destino de su capital hacia la misión.

La reinvención de este importante sector en un escenario con una estructura económica, social e internacional de rápidos cambios, muy diferente a la del siglo pasado o inicios del presente, obliga a replantear la forma de contribuir a la misión de cada entidad tanto de manera individual como conjunta, adaptando las formas tradicionales utilizadas en sus inicios.

En todos estos cambios las fundaciones deben mantener una de sus características principales: ser líderes propositivos e innovadores logrando que los cambios se produzcan desde la defensa de los Derechos Humanos y Ambientales sirviendo de freno a los intereses particulares.

2. Marco normativo de la gestión de las finanzas en el tercer sector fundacional

En España, el potencial de inversión del sector fundacional está regido por la Ley de Fundaciones, que rige cuál es el uso principal de los fondos obtenidos por estas, tanto los generados de manera recurrente anualmente como los que conforman están en su patrimonio.

Los primeros deben ser utilizados en un 70% anualmente en el presupuesto de la entidad

para aplicación directa en su misión social. Los segundos, los fondos patrimoniales, tienen un mayor control en lo que está determinado como dotación fundacional, aunque también las reservas de libre de disposición han de seguir la normativa. Principalmente, se debe seguir la recomendación que el 20 de febrero de 2019 actualizó la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en su código de conducta relativo a las inversiones de las entidades sin ánimo de lucro. En ella se recomienda la profesionalización de la gestión de estos fondos patrimoniales con políticas de inversión, comités de inversión y asesoramiento externo profesional para los patrimonios de cierto tamaño, a partir de los diez millones de euros.

Aun siendo muy positivo que se inste a profesionalizar y mejorar la gestión de estos fondos, el Tercer Sector está demandando desde hace tiempo una mayor concreción en ciertos aspectos, y sobre todo la posibilidad de poder aportar a la misión de las entidades mediante la inversión sostenible y de impacto. Tanto desde SpainNAB como desde la propia Asociación Española de Fundaciones (AEF) se ha reflexionado en los últimos años en cómo avanzar en esta vía, incluyendo un análisis de legislaciones de otros países que puedan servir de espejo para la nuestra.

3. El capital al servicio de la transformación social y del planeta

El impacto del sector fundacional en la economía española en el año 2020 representó un "valor añadido bruto" de 27.000 millones de euros, un 2,4% del PIB. Cada euro de **valor añadido producido** por el sector fundacional , este **contribuye a generar 1,80 euros a la economía** de manera directa e indirecta, y 3,09 euros€ si se tienen en cuenta además los impactos inducidos[14]. Estas cifras lo caracterizan como un sector importante en la economía española y un "sector esencial en la contribución de los fines de interés general", en palabras de (Nadia Calviño, Vicepresidenta Primera del Gobierno de España). Este impacto también supone una contribución importante a los Objetivos de Desarrollo Sostenible dando un valor global a los esfuerzos del sector.

Este impacto se puede maximizar y ampliar incorporando en las estrategias la gestión de los patrimonios y las finanzas de las entidades, alineándolas con los valores que representan. La inversión socialmente responsable (ISR), la inversión de impacto y los servicios de banca ética o con valores son una oportunidad para maximizar, con otros instrumentos, la propia misión social que persiguen las entidades sin ánimo de lucro en España. La propia coherencia con los objetivos fundacionales de las entidades sociales indica la necesidad de trabajar para que la economía y las finanzas estén al servicio de las personas y de un mundo mejor. No hacer a la economía culpable sino responsable de las transformaciones positivas invirtiendo el patrimonio de acuerdo con los valores de la entidad, colocándolo allá donde ayude a transformar la realidad y, en la medida de lo posible, contribuyendo a alcanzar la misión de la entidad.

La ISR y, más recientemente, la de impacto, surgen como modelos de gestión patrimonial e inversión financiera acordes con lo que se va consolidando como un cambio sistémico en la gestión de la economía, incorporando a sus métricas y objetivos de gestión los impactos sociales y medioambientales, además de la rentabilidad financiera. Los antecedentes del movimiento de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) y de los enfoques de emprendimiento e innovación social abrieron el camino a este cambio de mirada en la gestión empresarial, de la economía y de las finanzas. De esta manera, la gestión financiera y la gestión patrimonial se suman al marco general de la sostenibilidad, de la Agenda 2030 y del necesario cambio en el sistema financiero ante los grandes retos que nuestra sociedad afronta: cambio climático, desarrollo, justicia social, desigualdad, etc…

Si bien el crecimiento y los resultados de la ISR y de la de impacto han sido muy significativos en los últimos años, aún tienen un amplio margen de desarrollo en nuestro país, ya que aún representan un porcentaje modesto del mercado financiero general. En los últimos años, se ha constituido un ecosistema de organizaciones creciente y cada vez más

14 ANÁLISIS DE LA CONTRIBUCIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL DE LAS FUNDACIONES ESPAÑOLAS. Febrero de 2023. Analistas Financieros Internacionales.

potente, que empieza a incorporar a grandes actores institucionales del mundo financiero, en el que también han están encontrando su hueco los actores del Tercer Sector. Véase como en SpainSIF[15] uno de los grupos de socios en SpainSIF[16] es el de las organizaciones sin ánimo de lucro y como en SpainNAB[17] una de las cinco recomendaciones trabajadas estos años está dirigida al mundo social.

Es habitual la idea de que esta gestión patrimonial y financiera es ajena y lejana al mundo de las organizaciones sociales y del Tercer Sector. Pero lo cierto es que muchas de ellas, especialmente las fundaciones, gestionan un patrimonio relevante.

En 2019, el 59,.19% de los ingresos de las fundaciones activas efectivas españolas procede del bloque de donaciones y subvenciones, mientras que el 34,.65% procede de ventas de bienes y prestaciones de servicios. La tercera fuente de recursos deriva de la obtención de rendimientos y productos del patrimonio fundacional, representando en 2019 el 6,.16% de los ingresos. Este dato, recogido en el cuarto informe "El sector fundacional en España: atributos fundamentales (2008-2019)"[18], se complementa con otros aspectos: la dotación fundacional registró un descenso de 2009 hasta 2012, produciéndose un incremento gradual hasta llegar a los 8.605 millones de euros en 2019. Este comportamiento correlaciona con la evolución global de la economía española. El valor promedio de la dotación fundacional ha aumentado en 1.365 millones entre el inicio y el final de la serie. La misma tendencia se manifiesta en el resto de las partidas, y cabe destacar que los activos han mejorado 3.901 millones de euros y los gastos totales se han incrementado en 899 millones de euros.

Según el "Primer estudio de fundaciones filantrópicas personales y familiares en España"[19] (FFPF) , realizado en 2019 por la AEF, la Universidad de Comillas y Diagram Consultores, entre las entidades analizadas, los rendimientos de patrimonio representan más del 53% de los ingresos totales, mientras que en el conjunto de todas las fundaciones estos ingresos solo representa el 9,24% (media de los años 2008-2019). El mismo estudio concluía también en su análisis que algo más de un tercio de las FFPF (37%) no disponen de ingresos financieros, por lo que, aunque han sido fundadas por familias y particulares que cedieron parte de su patrimonio, no pueden considerarse netamente patrimoniales, en el sentido de ser financieramente autosuficientes. En el otro extremo, nueve de las diez primeras FFPF con mayores ingresos financieros son fundaciones patrimoniales en sentido estricto: más del 90% de sus ingresos provienen de los rendimientos de su patrimonio. Tres de ellas acumulan el 52% de la suma de ingresos financieros del conjunto, y las diez siguientes, otro 42%.

Gestionados con criterios financieros, estos patrimonios (*endowment* en los entornos anglosajones) están generando ingresos recurrentes en dichas entidades. Estas deben especificar bien su tasa de gastos. Qué gastar cada año y en que partidas o actividades quiere gastarlo. La tasa de gasto se puede determinar como un porcentaje sobre los activos o como una cantidad fija en euros para gastar anualmente. Se determina en función de los rendimientos promedio de la cartera, así como de con los objetivos de la fundación a largo plazo. Debe fijarse teniendo en cuenta el retorno promedio de la cartera para garantizar que el gasto y el crecimiento estén bien equilibrados y alineados con sus objetivos de financiación.

Algunas fundaciones realizan toda su misión en función de dichos ingresos; otras lo utilizan como un complemento al apoyo social y económico que reciben. En todo caso, la profesionalización de esta gestión debe permitir obtener mejores rendimientos y por tanto acceder a más fondos que puedan genera un mayor impacto a medio plazo.

Y parece coherente, además, promover una gestión de sus activos con una mirada socialmente responsable, buscando un impacto positivo social y medioambiental. En definitiva, y como hacen otros inversores institucionales desde hace años, se gestionan dichos patrimonios con el doble prisma financiero y extra financiero. Y adicionalmente, generan una

15 https://www.spainsif.es/acerca-de-spainsif/miembros-asociados/
16 https://www.spainsif.es/acerca-de-spainsif/miembros-asociados/
17 https://spainnab.org/publicaciones
18 https://fundadeps.org/wp-content/uploads/2021/01/AEF_Atributos_del_Sector.pdf
19 https://www.fundaciones.org/EPORTAL_DOCS/GENERAL/AEF/DOC-cw5c59b82d15e7e/FundacionesFilantropicasAEF.pdf

fuente de diversificación de los ingresos regulares.

El reto de introducir estas vías complementarias de financiación en el ámbito de las entidades no lucrativas no es menor al tratarse de un sector que tradicionalmente se financia a través de subvenciones públicas y contribuciones de donantes particulares, mayoritariamente. La ISR y la inversión de impacto pueden constituir una forma de complementar y diversificar, a la vez que se consigue un impacto adicional al desarrollo de los ODS e iniciativas de emprendimiento social.

Esta reflexión puede contribuir al debate actual sobre el papel de las organizaciones del Tercer Sector y establecer las bases para un cambio de paradigma en la gestión económica y financiera de las entidades no lucrativas.

4. Disonancia Misión-Inversión

Tradicionalmente, las fundaciones realizan sus inversiones en activos que no están relacionados con su misión, con el fin de utilizar los retornos financieros generados para ejecutar programas o realizar donaciones afines a su misión.

Podemos superar esta dualidad logrando que las fundaciones acerquen su misión con su responsabilidad fiduciaria, a través de la introducción de criterios ISR en la gestión del patrimonio, con la inversión de capital promoviendo objetivos relacionados con la misión y generando además algún tipo de rendimiento financiero. Es un paso hacía una gestión más social y medioambiental positiva. Si, además, logramos que las inversiones seleccionadas tengan, por ejemplo, un impacto declarado o una tesis de inversión con resultados relacionados con los ODS, podemos definir nuestros esfuerzos de manera más concreta.

En Fundación Anesvad llevamos años dando seguimiento a qué ODS impactamos con nuestra cartera patrimonial. Esto nos permite saber cuánto de nuestra cartera está cerca de los mismos ODS de nuestra actividad regular. Es un ejercicio aparentemente sencillo, pero que requiere de seguimiento y gestión. Sin embargo, el resultado obtenido es notable. Y es que, en la gestión patrimonial, el uso que hacemos del dinero no es neutral, implica responsabilidad y tiene consecuencias e impacto.

No se trata, en ningún caso, de sustituir la necesaria financiación basada en la donación solidaria de la ciudadanía y de las empresas, ni de la también necesaria contribución de la financiación pública a un sector cuyo desempeño es crítico para el bien común y el interés general. Pero la necesidad de poner más capital a trabajar es innegable. Nuestra búsqueda de la sostenibilidad económica, un planeta sano, una generación educada y una sociedad justa lo exige.

Los fondos de muchas entidades que hoy en día están depositados en activos financieros tradicionales podrían activarse e invertirse para construir otra economía que sirva a las personas y al planeta. Algunas organizaciones ya están dando pasos para ello, apostando por una gestión responsable del patrimonio y por garantizar mayor impacto y rentabilidad a través de la ISR y la inversión de impacto. Es el caso de Fundación Anesvad[20] o de la Fundación Daniel y Nina Carasso[21] en España, que ya ha conseguido que el 100% de sus inversiones se realicen bajo estos criterios. Y también el de otras fundaciones que están tratando de aprender y hacer al mismo tiempo, en proyectos como el Fondo de Fundaciones[22], coliderado por Open Value Foundation[23], una de las fundaciones líderes en España en la materia, y Fundación Anesvad.

No podemos lograr avances significativos frente a los desafíos sociales y ambientales más importantes de nuestro tiempo sin asumir riesgos, y las fundaciones están en una posición única para hacerlo. La filantropía, la donación y la solidaridad han sido señas de identidad de un sector que ha venido trabajando en el ámbito social, de inclusión y de cooperación internacional por un mundo más equitativo, justo y sostenible, tanto en nuestro país como en los países más empobrecidos. Ahora tenemos la oportunidad de incorporar también la gestión

20 https://www.anesvad.org/weconomy/
21
21 https://www.fondationcarasso.org/wp-content/uploads/2023/07/RA-Carasso-2022-ES-A4.pdf

22 https://www.openvaluefoundation.org/es/fondo-de-fundaciones-para-el-impacto
23 https://www.openvaluefoundation.org/es/

financiera y patrimonial en el alineamiento con estos objetivos.

Es el momento de incorporar en la gobernanza de las organizaciones del Tercer Sector las prácticas de inversión socialmente responsable (ISR) y de inversión de impacto. Es tiempo de acción y de coherencia, en una década de transformación y retos marcados por la Agenda 2030.

Necesitamos trabajar sobre el concepto de inversión que conecte a comunidades, que potencie el trabajo sistémico con personas y empresas en economías locales, invirtiendo no solo capital financiero sino también social e intelectual conectando las experiencias y proyectos tradicionales con nuevos enfoques de emprendimiento social. Debemos aprovechar nuestras relaciones existentes con quienes tienen fuerza y alcance en el mercado de capitales tanto en sectores públicos como privados para influir en los cambios.

Sabemos que el dinero mueve el mundo. Ahora se trata de que juntos pudiéramos ayudar a moverlo en la dirección correcta. En Fundación Anesvad lo llamamos *Weconomy,* y nos encantaría sumar más actores, más agentes y más sociedad a este cambio de paradigma.

financiera y patrimonial en el alineamiento con estos objetivos.

Es el momento de incorporar en la gobernanza de las organizaciones del Tercer Sector las prácticas de inversión socialmente responsable (ISR) y de inversión de impacto. Es tiempo de acción y de coherencia, en una década de transformación y retos marcados por la Agenda 2030.

Necesitamos trabajar sobre el concepto de inversión que conecte a comunidades, que potencie el trabajo sistémico con personas y empresas en economías locales, invirtiendo no solo capital financiero sino también social e intelectual conectando las experiencias y proyectos tradicionales con nuevos enfoques de emprendimiento social. Debemos aprovechar nuestras relaciones existentes con quienes tienen fuerza y alcance en el mercado de capitales tanto en sectores públicos como privados para influir en los cambios.

Sabemos que el dinero mueve el mundo. Ahora se trata de que juntos pudiéramos ayudar a moverlo en la dirección correcta. En Fundación Anesvad lo llamamos *Weconomy,* y nos encantaría sumar más actores, más agentes y más sociedad a este cambio de paradigma.

Alantra Solar: En busca de un producto de inversión diferenciado

David Pedraza Alonso, associate de Alantra Solar y Javier Mellado, managing partner de Alantra Solar

Resumen

La inversión en infraestructuras sostenibles ha presentado un crecimiento significativo en los últimos años, impulsado por la necesidad de retornos estables y de largo plazo por parte de los inversores. A pesar de un contexto macroeconómico marcado por la inflación y el aumento de los tipos de interés, las renovables se han consolidado como un activo de refugio. Debido a la alta competencia, una cadena de valor muy intermediada y la escasez de propuestas diferenciales, Alantra y Solarig han llegado a un acuerdo estratégico para la creación de un nuevo vehículo de inversión. Este vehículo ofrece acceso a una cartera exclusiva de plantas fotovoltaicas en España e Italia, con alta visibilidad, sin riesgo de desarrollo y con un perfil de riesgo-rentabilidad atractivo, convirtiéndolo en una propuesta diferencial en este sector.

Palabras clave: Energías Renovables, Infraestructuras, Inversión Sostenible, Financiación, Fondos de Inversión

Abstract

Sustainable infrastructure investments have grown significantly in the last years, driven by investors seeking stable and long-term returns. Despite a macroeconomic context marked by inflation and rising interest rates, the renewable energy sector has seen increasing interest from investors. Due to the intense competition, a highly intermediated value chain and lack of distinctive proposals, Alantra and Solarig have entered into a strategic agreement to create a new investment vehicle. This vehicle offers access to a portfolio of photovoltaic plants under exclusivity in Spain and Italy, with high visibility, no development risk and attractive risk-return profile, making it a differential investment proposal in this segment.

Keywords: Renewable Energy, Infrastructures, Sustainable Investment, Project Finance, Private Equity

JEL Classification: Q42, R42, Q01, G32, Q24

01 Introducción

02 Contexto de inversión en infraestructuras y energías renovables

03 Tamaño de la oportunidad ¿Por qué ahora?

04 El enfoque Alantra-Solarig. Buscando una oferta diferencial

05 Conclusiones

1. Introducción

Las inversiones en infraestructuras representan una parte fundamental de los porfolios de aquellos inversores que buscan retornos estables y generación de caja en el largo plazo. Poder conseguir este objetivo añadiendo un enfoque de sostenibilidad ha hecho que la inversión en energías renovables sea uno de los activos con mayor crecimiento en los últimos años. Seleccionar aquellas formas de inversión que se ajusten a los requisitos de los inversores en un entorno de alta especialización y con costes de capital cada vez más elevados requiere de un conocimiento exhaustivo del sector y de su evolución a futuro.

Desde Alantra, a través de su asociación estratégica con su socio industrial Solarig, hemos diseñado un vehículo que permite reducir los riesgos de ejecución de la inversión, al mismo tiempo que incrementa el valor añadido durante el proceso de compra, gestión de los activos y futura salida de una cartera diversificada de proyectos de energías renovables.

2. Contexto de inversión en infraestructuras y energías renovables

Evolución de la inversión en infraestructuras

La inversión en infraestructuras ha experimentado una transformación significativa en los últimos años, impulsada por una serie de factores socioeconómicos que han elevado su atractivo como clase de activo. El crecimiento exponencial de la población en países en desarrollo, unido a la concentración de los núcleos urbanos en los países occidentales y la demanda de nuevas fuentes de energía ha intensificado la presión sobre la infraestructura global, aumentando la demanda de inversión en este sector.

Históricamente, los proyectos de infraestructuras se financiaban mayoritariamente mediante recursos públicos.

Sin embargo, las restricciones presupuestarias y de endeudamiento de los gobiernos han limitado la financiación de este tipo de proyectos. Las características intrínsecas de estos activos, muy intensivos en capital inicial y con largos periodos de construcción, hacen que la rentabilidad se logre en el largo plazo, lo cual dificultaba a su vez la entrada del capital privado en esta clase de activos. En este sentido, las asociaciones público-privadas funcionaron como un primer catalizador para impulsar la financiación privada en el sector. Adicionalmente, la recurrencia en los ingresos de estos activos permitió la entrada de financiación privada por parte de bancos bajo el esquema de *Project finance*, financiación sin recurso al accionista y que permitía lograr un endeudamiento elevado de los proyectos. Sin embargo, el crecimiento de la demanda de infraestructuras ha sido muy superior a la oferta de capital, tanto público como privado, lo que generó el denominado *"Infrastructure Gap"* (Abadie, 2022).

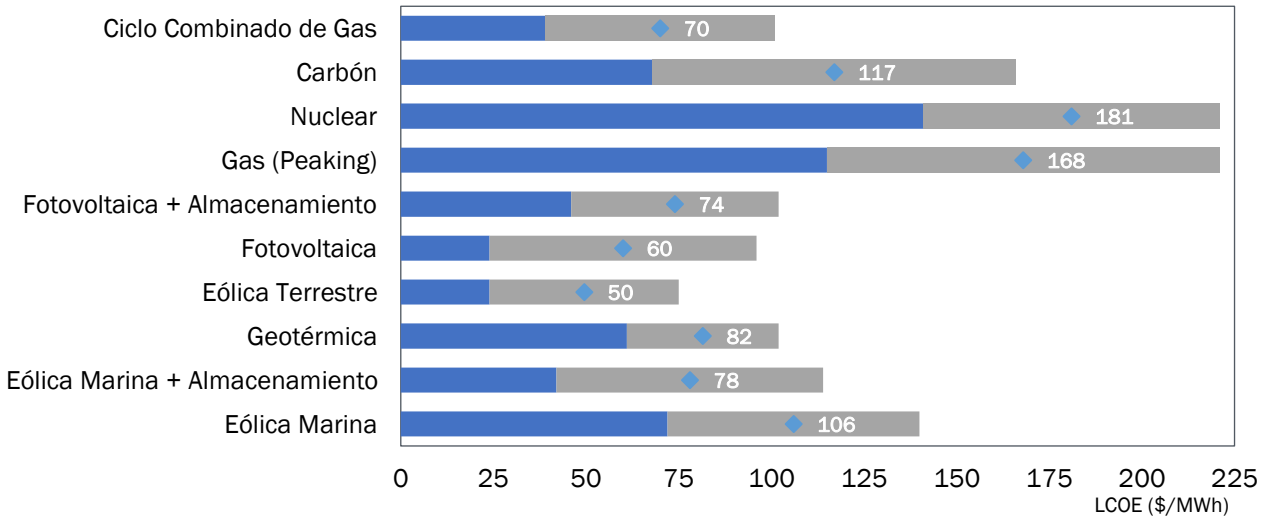
Siendo un mercado en expansión y falto de financiación, los fondos de capital privado comenzaron a realizar inversiones significativas en este sector desde principios del siglo XXI. Entre los distintos tipos de activos en los que invierten, el de las infraestructuras fue el segmento que experimentó el mayor crecimiento entre 2001y2021, pasando de 7 a 955 miles de millones de dólares bajo gestión suponiendo un 10% de sus carteras en la actualidad (Prequin, 2023), y con un crecimiento estimado de los activos bajo gestión del 84% hasta 2027 pasando así a representar un 23% de sus carteras (Mlodzik, 2023)

Este crecimiento se ha visto recientemente frenado por la situación global en los mercados financieros y el levantamiento de nuevo capital. Las caídas en bolsa durante 2022, unidas a la inflación, subidas de tipos de interés y el alza en la rentabilidad de los bonos del Estado han afectado las perspectivas macroeconómicas en el medio plazo y aumentado el coste de capital. Esta dinámica ha desacelerado el levantamiento de capital en infraestructuras, pasando de 168

miles de millones de dólares en 2022 a únicamente 8 mil millones durante la primera mitad de 2023 (Walker, 2023).

Sin embargo, hay un tipo de activo que se ha mantenido estable frente a las correcciones en valoraciones y que sigue teniendo perspectivas favorables: la inversión en energías renovables y en la transición energética. Son tales las expectativas de crecimiento en este sector que el 77% de los fondos levantados en infraestructuras durante 2023 pertenecieron a este segmento (Walker, 2023). La demanda de este tipo de activos sigue creciendo año a año, impulsada por los objetivos de los distintos gobiernos, particularmente los más ambiciosos en la Unión Europea.

Figura 1. Comparativa del LCOE por tecnología de generación



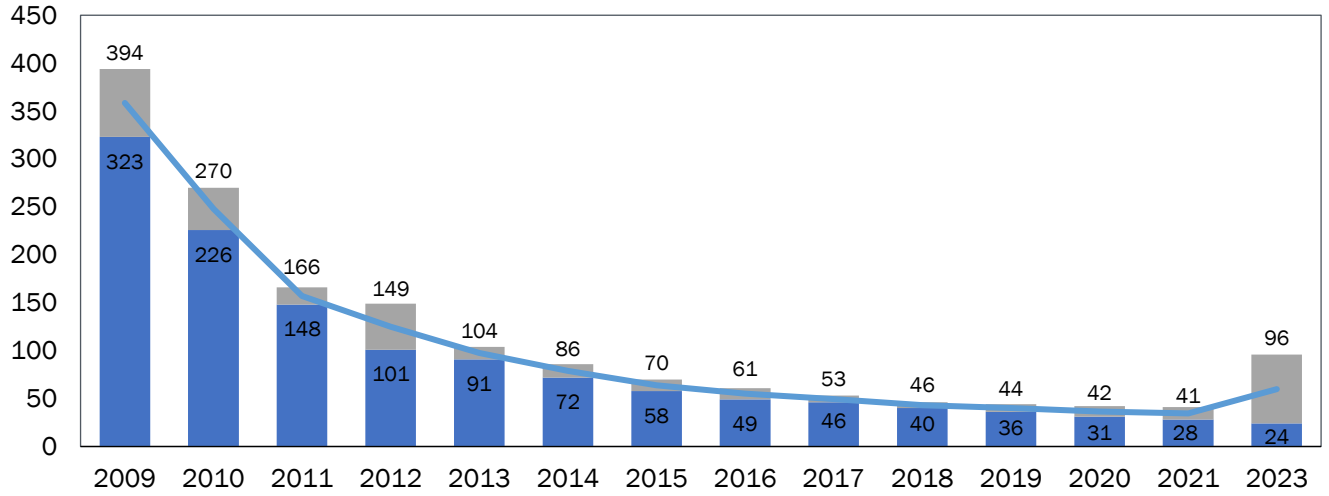
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Lazard

La inversión en energías renovables

La inversión en energías renovables ha vivido una transformación similar a la del resto de inversiones en infraestructuras. Los primeros proyectos se realizaban con capital principalmente público, ayudado a su vez por subvenciones directas y tarifas reguladas que incentivaban la investigación de estas tecnologías. Sin embargo, la revolución tecnológica en cuanto a eficiencia y costes de fabricación que experimentó esta industria desde 2010 hasta 2020 cambió totalmente esta tendencia. El parámetro de referencia a la hora de comparar tecnologías de generación eléctrica es el llamado LCOE ("Levelized Cost of Energy", Coste Nivelado de la Energía). Este parámetro mide qué nivel de precio de la electricidad tendría que percibir una tecnología a lo largo de su vida útil para amortizar su inversión y compensar sus costes operativos. Según el informe anual que realiza el banco de inversión Lazard, las energías solar fotovoltaica y eólica son en la actualidad las fuentes de generación más eficientes en costes, con un LCOE medio de 60 USD/MWh y 50 USD/MWh, respectivamente (Lazard, 2023). En el caso de la fotovoltaica, su LCOE se redujo un 90% desde 2009 hasta 2020, debido a la reducción del precio de los paneles por la mejora en eficiencia y en los procesos de su fabricación.

Esta tendencia ha afectado a su vez al modelo de negocio detrás de estas tecnologías, que ha pasado de estar basado en tarifas reguladas de organismos públicos (FIT –"Feed in tariff") a contratos privados de compraventa de energía, denominados PPA ("Power Purchase Agreements"). Estos contratos permiten al generador asegurarse un precio fijo, reduciendo la volatilidad de sus flujos de caja y permitiendo financiarse a través de Project finance. El crecimiento de proyectos financiados sin ningún tipo de ayuda pública ha permitido entrar al sector en un alto nivel de profesionalización y atrayendo nuevos inversores internacionales e institucionales. Es destacable que en España el estado de madurez del mercado ha permitido incluso financiar proyectos sin ningún tipo de PPA o cobertura en el mercado, lo que se conoce como proyectos "Merchant".

Figura 2. Evolución del LCOE de la Energía Solar Fotovoltaica (USD / MWh)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Lazard

El foco en España e Italia

Varios países de la Unión Europea destacaron desde principios del siglo XXI en la investigación y el desarrollo de energías renovables. Sin embargo, tras la crisis de 2008 y su impacto en la deuda pública de los países de la zona euro, los gobiernos se vieron obligados a disminuir el apoyo financiero a este sector. A pesar de que la instalación de renovables alcanzó su punto más alto en 2010, con Alemania, Italia y España a la cabeza, los recortes y ajustes regulatorios frenaron este avance. Tras la posterior recuperación económica, los costes de la fotovoltaica y eólica disminuyeron significativamente, haciendo que desde 2018 la

inversión en renovables fuese rentable sin necesidad alguna de ayudas públicas.

El sur de Europa, debido a su localización y sus recursos naturales, destaca como una de las zonas más atractivas para la instalación energías renovables (Giovanni y Warren, 2023). Específicamente, España e Italia registran un 24% más de irradiación que otras naciones europeas (Suri et al., 2020), posicionándose entre los que tienen un menor LCOE para energía fotovoltaica. Su particular configuración, similares a islas energéticas y con interconexiones limitadas, les otorga potencial para convertirse en exportadores de energía limpia hacia el resto de Europa. Estas características han convertido a España e Italia como líderes en el sector, respaldados por una industria consolidada, objetivos gubernamentales ambiciosos, condiciones de financiación favorables y una creciente demanda de PPA.

La energía solar fotovoltaica y su hibridación con almacenamiento

Entre las distintas fuentes de energías renovables, la solar fotovoltaica y la eólica onshore destacan como las más competitivas en la actualidad. No obstante, su viabilidad depende del recurso solar o eólico disponible en cada localización. La abundancia de estos recursos en España e Italia ha impulsado el crecimiento en la instalación de ambas tecnologías. Sin embargo, el desarrollo de nuevos proyectos viene limitado fundamentalmente por tres factores: captar financiación (tanto capital como deuda), conseguir un punto de interconexión y disponer de terrenos apropiados para la construcción. Estos dos últimos puntos están muy relacionados, ya que es preferible que los terrenos se ubiquen cerca del punto de interconexión, minimizando así los costes de evacuación.

En comparación con la fotovoltaica, existen menos lugares idóneos para la energía eólica; ya que no solo deben ser aptos medioambientalmente sino también contar con un recurso eólico óptimo. Dado que en España la construcción eólica a gran escala precedió a la fotovoltaica, actualmente es más sencillo el desarrollo de nuevos proyectos de fotovoltaica.

El mayor riesgo al que se enfrenta la fotovoltaica es que canibaliza sus ingresos de forma mucho más rápida que otras fuentes de energía. Al generar todas las plantas en las horas centrales del día y con un perfil similar, conforme más plantas se construyen se incrementa la oferta con costes marginales cero durante esas horas, desplazando a las centrales convencionales y reduciendo el precio del mercado mayorista. Este fenómeno no solo afecta al precio capturado por la fotovoltaica, sino que también crea una serie de restricciones técnicas a la hora de integrar en el sistema eléctrico toda esta energía al mismo tiempo, limitando la producción de ciertas centrales para asegurar la seguridad y calidad del suministro. Este fenómeno se conoce como "*curtailment*" o vertidos.

Debido a este fenómeno, la hibridación de la fotovoltaica con sistemas de almacenamiento es una alternativa lógica y eficiente. Esto logra convertirla en una fuente de generación gestionable, trasladando parte de su producción a aquellas horas en las que el sistema eléctrico más lo necesita, que además coincide con los momentos de mayor precio de la electricidad.

Aunque el coste de la hibridación con baterías sigue siendo alto, existen algunos mercados donde empieza a ser competitivo en comparación con otras fuentes convencionales. Lazard estudia una alternativa al LCOE denominado "Levelized Firming Cost", que sirve para comparar fuentes de generación gestionables. En su último informe, mostró cómo en algunos mercados de Estados Unidos, la fotovoltaica y eólica con baterías es igual o más rentable que los ciclos combinados de gas (Lazard, 2023).

En Europa la instalación de sistemas de almacenamiento está siendo más progresiva, ya que parte de la remuneración que obtienen no está aún definida. El mayor crecimiento se ha dado en Reino Unido e Italia, ya que cuentan con mercados de capacidad, servicios complementarios y servicios de ajuste, mientras que España está aún regulando la participación del almacenamiento en dichos mercados.

Tipos de inversión en activos renovables

Los productos de inversión en infraestructuras y en energías renovables suelen clasificarse de acuerdo con el perfil de riesgo-rentabilidad que ofrecen. La clasificación más generalizada puede verse en la tabla 1.

Tabla 1. Tipos de inversión en infraestructuras por perfil de riesgo

Perfil de riesgo	TIR neta objetivo	Yield objetivo	Periodo de tenencia
Core	6-9%	5-7%	7+
Core plus	9-12%	4-6%	6+
Value add	12-15%	2-3%	5-7
Opportunistic	15%+	0%	3-5

Fuente: Mercer, 2021

En el caso específico de las renovables, aparte de criterios generales como el país donde se invierte, la asignación del perfil de riesgo depende principalmente de dos factores: el estado de desarrollo y la fuente de ingresos.

En cuanto al primer punto, los proyectos suelen pasar una larga fase durante la que el promotor adquiere los permisos, las licencias y los terrenos necesarios para llevar a cabo el proyecto, fase que se denomina *greenfield* y que se asocia con inversiones *opportunistic* y *value add*. Tras haber obtenido los permisos necesarios, se alcanza el estatus de *Ready to Build,* momento en el que pueden comenzar las obras de construcción y en el que el riesgo de desarrollo es prácticamente nulo. Finalmente, una vez el proyecto está en operación y generando ingresos, se considera que el riesgo es únicamente de proyecto en operación. La inversión en proyectos en construcción y en operación se denominan *brownfield,* y se corresponde con activos *core plus* y *core.*

Por otro lado, la fuente de ingresos puede ser más o menos estable y predecible en el tiempo. Como se comentó anteriormente, en un principio los activos renovables aseguraban sus ingresos con tarifas fijadas por los gobiernos, cuyo riesgo era muy bajo. Con el tiempo se pasó a la venta de energía a través de *PPA*, donde el riesgo reside en el *rating* de la contraparte que compra la energía, y que ya se asocia con inversiones *core*. En el otro extremo están los proyectos *merchant,* de mayor riesgo y donde se vende toda la energía al mercado. La asignación del perfil de riesgo en estos proyectos depende en gran parte del mercado y de la madurez de la tecnología, siendo cada vez más frecuente su inclusión en activos *core plus*.

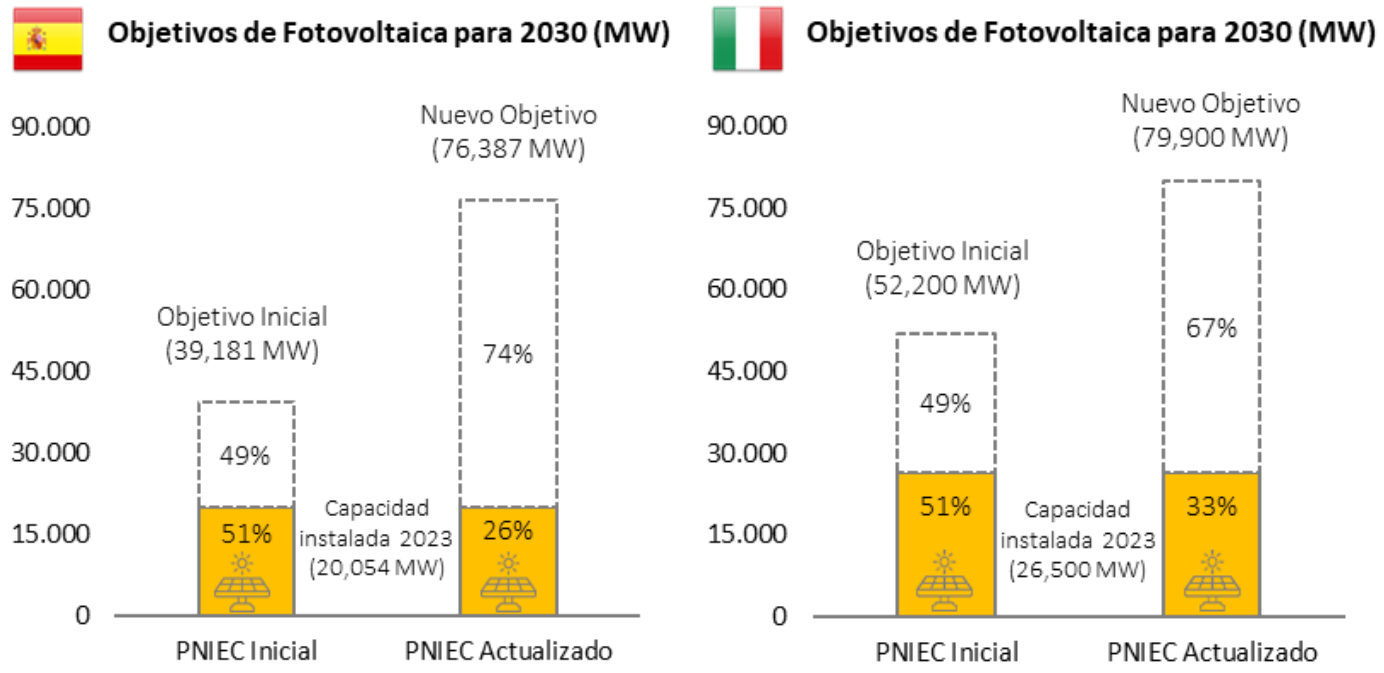
3. Tamaño de la oportunidad, ¿por qué ahora?

Como se ha expuesto, las necesidades de inversión en infraestructuras han aumentado durante los últimos años. En el segmento de las renovables, este crecimiento se ha visto impulsado recientemente por los objetivos que los distintos países están fijando con vistas a descarbonizar la economía. Centrándonos en el caso europeo, la Comisión Europea aprobó en 2021 el plan *Fit for 55* (Consejo Europeo, 2022), donde se actualizaron los objetivos de reducción de emisiones de efecto invernadero que se habían propuesto en 2019 dentro del *European Green Deal* (Comisión Europea, 2019). Estos nuevos objetivos supusieron un aumento del porcentaje de generación con fuentes renovables desde el 32% inicial hasta 40%, el cual debe conseguirse en 2030. En el momento de su anuncio, el porcentaje

de renovables a nivel europeo era únicamente del 20%. La Directiva europea se traspuso después a cada uno de los países miembros, dentro de los "Planes Nacionales Integrados de Energía y Clima" (PNIEC). Sin embargo, tras la invasión de Rusia en Ucrania y la posterior crisis energética que vivió Europa, la Comisión aprobó una nueva Directiva que supuso un aumento del objetivo hasta el 45%, e incluyó objetivos específicos para nuevas tecnologías como la biomasa y el hidrógeno (Consejo Europeo, 2023).

Los distintos países de la Unión Europea publicaron recientemente una actualización de sus planes nacionales adaptándolos a los objetivos del *Fit for 55,* que deberán ajustarse a su vez al nuevo plan aprobado.

Figura 2. Objetivos de energía fotovoltaica para España e Italia



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SolarPower Europe (SolarPower Europe, 2022) y PNIEC de España (MITECO, 2023) e Italia (MASE, 2023)

Centrándonos en España e Italia, los nuevos PNIEC multiplicaron el objetivo de fotovoltaica para 2030, pasando de 39 GW a 76,4 GW en España (MITECO, 2023) y de 52 GW a 80 GW en Italia (MASE, 2023), como puede verse en la Figura 2. Esto supondría 100 GW adicionales de fotovoltaica para 2030 entre ambos países, que se trasladarían en una inversión estimada de más de 100.000 millones de euros en siete años, niveles nunca vistos en el pasado y que refuerzan la oportunidad de inversión en estos países. Sin embargo, para que ambos sistemas eléctricos integren toda esta energía fotovoltaica es necesario promover también la instalación de almacenamiento. En este sentido, los PNIEC incluyeron recientemente nuevos objetivos para la instalación de sistemas de almacenamiento a gran escala, pasando de 2,5 GW a 18,5 GW en España (MITECO, 2023) y de 30 GWh a 71 GWh en Italia (MASE, 2023). Esto conllevaría la creación de un nuevo segmento de inversión dentro del sector de las renovables, y que refuerza la oportunidad de inversión en ambos países.

4. El enfoque de Alantra - Solarig. Buscando una oferta diferencial

Habiendo expuesto el contexto de inversión en infraestructuras, los distintos activos dentro del sector de las renovables y la oportunidad que esto nos ofrece, desde Alantra Solar hemos diseñado una propuesta diferencial a través de un nuevo vehículo de inversión. Aunque existe gran variedad de productos en este segmento, el acuerdo estratégico entre Alantra y Solarig[24] genera importantes sinergias y nos posiciona de manera única en el mercado.

Un porfolio en exclusividad. Lo opuesto a un “blind pool”

La inversión en infraestructuras de carácter renovable se rige como cualquier otro mercado por la ley de la oferta y la demanda. Si bien es cierto que, en este caso, la oferta se engloba en un entorno extremadamente regulado por la naturaleza estratégica de este tipo de activos.

24 https://www.alantra.com/alantra-partners-with-solarig-as-well-as-infrastructure-asset-managers-reichmuth-and-amundi-energy-transition-as-co-investors-to-launch-a-1-9-gw-photovoltaic-investment-vehicle/

Este desequilibrio produce desacoplamientos de los mercados, generando desequilibrios que en algún momento pueden ser favorables o no a los inversores en este tipo de activos. Debido a esto, desde Alantra hemos decidido buscar una fuente de proyectos estable en el tiempo y no sujetos a estas oscilaciones del mercado. Alantra, gracias a su acuerdo estratégico con Solarig, mantiene bajo exclusividad una serie de proyectos actualmente en desarrollo situados en España e Italia, que serán adquiridos por los inversores en sus fondos. Este acuerdo no se restringe únicamente a la determinación de los activos, sino que también incluye un sistema de valoración flexible, documentos de la compraventa, construcción y mantenimiento futuro; mejorando la visibilidad de los inversores sobre los su futuro retornos.

Se podría argumentar que este tipo de acuerdos no son la única forma de asegurarse un flujo constante de activos libres de competencia, y que esto se podría conseguir a través de la inversión en compañías dueñas de dichos activos, tales como desarrolladores o incluso pequeños productores de energía (*"Independent Power Producers", IPPs*). Sin embargo, esta estrategia nos llevaría a tener una inversión contaminada por otro tipo de riesgos que no están relacionados con la propia operación de los activos.

Obviamente, cada tipo de inversor elige un perfil de riesgo y sus objetivos de retorno, y por ello buscarán aquellos activos más adecuados para su perfil de inversión. Nuestro objetivo en el diseño del fondo ha sido generar un producto lo más ajustado al inversor en infraestructuras tradicional *(Core)*, reduciendo sus riesgos. Si bien, los beneficios alcanzados con el acuerdo estratégico Alantra – Solarig no se centran únicamente en la limitación de riesgos.

Riesgos limitados. Sin riesgo de desarrollo

Los recientes eventos macroeconómicos ocurridos durante el último lustro han puesto de manifiesto la importancia del sector eléctrico para la economía de un país. Esto, sumado a las elevadas inversiones necesarias para la puesta en funcionamiento de los proyectos de infraestructuras hacen necesario la existencia de un entorno regulatorio que dé visibilidad y fiabilidad a los proyectos.

Desde el punto de vista de las inversiones en energías renovables, la eficiencia y la competitividad de dichas tecnologías han permitido su entrada en los mercados energéticos en términos de pura competencia, convirtiéndolas hoy en uno de los principales factores estratégicos para que España consiga una menor dependencia de los mercados internacionales de combustibles fósiles. Gracias al entorno regulatorio de nuestro país, en la próxima década existe la oportunidad de convertirse en uno de los países con el coste de energía más bajo entre nuestros vecinos y ser exportador neto de energía limpia.

La regulación aplicable para el desarrollo de los proyectos implica a gran multitud de instituciones, incluyendo desde las distintas directivas europeas aplicables hasta su traslación a las normativas nacionales, regionales y locales. La coordinación entre todas las administraciones ha creado situaciones de mercado que han generado gran inestabilidad y poca visibilidad sobre el éxito o fracaso de los proyectos en desarrollo. En España, en la actualidad existen más de 89,3 GW con puntos de conexión concedidos que superan ampliamente los objetivos del PNIEC (Red Eléctrica, 2023). Esta situación no es un hecho aislado del mercado español, sino que es compartida por casi todos los países de nuestro entorno. Para evitar esta incertidumbre sobre el desarrollo de los proyectos, y si finalmente estos llegarán a buen término, Alantra no asume ningún tipo de riesgo de desarrollo, invirtiendo únicamente en aquellos proyectos que cuentan con todos los permisos y autorizaciones necesarias para el inicio de la construcción (*"Ready to Build"*). De esta forma se reduce el riesgo asumido por los inversores a un riesgo de ejecución de la inversión, el cual se ve mitigado por la amplia cartera de proyectos. En definitiva, en términos de tipo de inversiones, buscamos ceñirnos a aquellos riesgos asumibles por un inversor *Core – Core Plus.*

Buscando una mayor eficiencia. Desintermediando la cadena de valor

Sin embargo, no solo de inversiones de bajo riesgo vive el inversor en infraestructuras. El reciente ascenso de tipos, más de un 4% en los últimos 18 meses, ha provocado una subida de

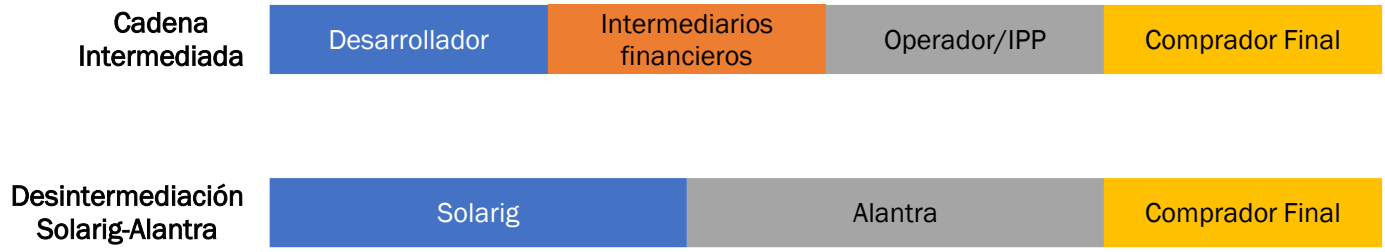
los retornos objetivos de las nuevas inversiones en infraestructuras para poder competir con el resto de clases de activos.

Como se ha mencionado en anteriores apartados, a pesar del acusado descenso del coste de los equipos, el LCOE de la energía fotovoltaica ha experimentado un aumento por primera vez en último año (*35 USD/MWh 2021 – 60 USD/MWh 2023 en términos comparables)* y algunos informes anticipan una nueva subida en 2024 como una consecuencia directa de la inflación y del coste de capital requerido por los inversores.

La respuesta de Alantra Solar ha sido integrar verticalmente nuestra oferta de la mano de nuestro socio estratégico Solarig, desintermediando la cadena de valor y produciendo una mayor eficiencia que permita aumentar el retorno a nuestros inversores sin incrementar el LCOE.

La estructura tradicional del sector eléctrico, las altas necesidades de capital, los requisitos de retorno y de generación de caja de los inversores han creado formas de financiación alternativas tanto en capital como en deuda para los proyectos en construcción. El alto coste de dichas fuentes de financiación ha sido potenciado en el pasado por la inmadurez del mercado de inversión en renovables y de sus principales "*players*", si bien es un hecho único en el sector de infraestructuras, donde la integración del desarrollador y constructor ha existido desde hace décadas.

Figura 4. Simplificación de la cadena de valor en el desarrollo de proyectos de energías renovable



Fuente: Alantra

El modelo de inversión de Alantra – Solarig busca replicar este modelo común al resto de inversiones en infraestructura. La fortaleza como compañía integrada en el sector fotovoltaico de Solarig permite la eliminación en la cadena de valor de una figura financiera que históricamente ha obtenido retornos superiores al 15% durante periodos de inversiones no menores de 5 o6 años.

Como resultado de dicha desintermediación de la cadena podemos ofrecer retornos *Core Plus – Value added* sin incrementar el perfil de riesgo de la inversión.

Nuevos paradigmas de mercado. Enfrentando la volatilidad de los ingresos del mercado eléctrico

Nuevamente nos enfrentamos a un mercado que, a pesar de que su volumen es relativamente inmaduro y en donde conviven estructuras subvencionadas en el pasado (o incentivadas como les gusta llamar en los mercados anglosajones) con entornos de libre mercado. La transición de uno a otro ha llevado a ineficiencias que no siempre responden a la naturaleza de las inversiones.

Por otro lado, la necesidad de flujos de caja previsibles que permitan un elevado apalancamiento de los proyectos, que a su vez reduzcan el coste de capital y con ello el producto final -el kWh para el consumidor-, ha llevado al nacimiento de estrategias de venta de los productos algo artificiales. En un corto plazo de tiempo, las estructuras de venta de la energía han evolucionado desde programas de subastas gubernamentales a largo plazo ("*Feed in tariff*") a esquemas 100% de libre mercado que se han beneficiado de altos precios de la electricidad desde el estallido de la guerra en Ucrania. Pues bien, el paradigma va a cambiar una vez más.

Debido al retraso en los refuerzos de la red eléctrica para poder integrar a las fuentes de energía no gestionables, la canibalización ente

productores de energía renovable se ha acelerado. Los nuevos modelos de generación se verán asociados necesariamente a la hibridación entre una fuente de energía dominante (solar / eólica) y fuentes alternativas que permitan un mayor aplanamiento de la curva de oferta durante diversos periodos (días, semanas, estaciones, etc.). Los sistemas de almacenamiento son una necesidad para la estabilidad del sistema cuya valoración está aún por definirse.

Actualmente existen diferencias entre los distintos mercados a la hora de remunerar estas nuevas formas de generación. Tomando el ejemplo de los sistemas de baterías (*"Batery Energy Storage Systems"*), podemos ver desde esquemas de retribución a través de subastas públicas en los distintos mercados de venta de energía (primario, secundario, respuesta en frecuencia, etc.) hasta esquemas que consideran las baterías como una fuente generadora más. No podemos olvidar que, sin un marco estable de remuneración, el coste de implantación de un sistema de baterías por sí solo no ofrece retornos atractivos para los inversores, y como toda nueva tecnología requiere de incentivos que sin duda ofrecerán un retorno al sistema eléctrico en el largo plazo, a través de una mayor penetración de las energías renovables.

Desde el punto de vista del inversor en renovables, los beneficios no deben valorarse de manera aislada. La progresiva implementación de estos sistemas híbridos permitirá una mayor protección frente a la volatilidad del precio de la electricidad, en algunos casos extrema, generando un plan de negocio mucho menos dependiente de factores externos como son los mercados de PPA. Actualmente, dichos mercados proporcionan un servicio necesario, si bien no dejan de ser un intermediario más en la cadena que genera ineficiencias.

En definitiva, nos dirigimos en nuestro camino a una economía libre de emisiones de CO2, hacia sistemas eléctricos donde las energías renovables acopladas a sistemas de almacenamiento jugarán un papel fundamental en el futuro. De cómo los distintos organismos responsables de los sistemas eléctricos gestionen la implementación de las diversas fuentes de energía de una manera equilibrada dependerá el éxito de esta transformación hasta la llegada de la gran esperanza: el Hidrogeno Verde.

5. Conclusiones

Las inversiones en infraestructuras renovables son, sin duda, parte fundamental para el cumplimiento de los objetivos de descarbonización de las economías. Su potencial de crecimiento hace de este sector uno de los más interesantes en las próximas décadas.

Sin embargo, la elevada competencia por nuevas inversiones, el incremento del coste de capital, el entorno regulatorio cambiante y la evolución de los mercados eléctricos a futuro, hacen necesario la inversión de la mano de un equipo gestor especializado. La colaboración entre los sectores industrial y financiero aporta flexibilidad adicional para adecuarse a estos nuevos entornos de mercado asegurando una mayor compatibilidad entre los requisitos de los inversores y, siempre teniendo en cuenta un coste de generación eléctrica competitivo y compatible con los sistemas de transmisión existentes.

Referencias

ABADIE, R. (2022), Closing the green infrastructure gap, *PwC UK*. https://www.pwc.com/gx/en/issues/esg/the-energy-transition/closing-global-green-infrastructure-gap.html

COMISIÓN EUROPEA (2019), "The European Green Deal sets out how to make Europe the first climate-neutral continent by 2050, boosting the economy, improving people's health and quality of life, caring for nature, and leaving no one behind", The European Green Deal. Comunicado de prensa de la Comisión Europea. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_19_6691

CONSEJO EUROPEO (2022), "2022 Fit for 55", Consejo Europeo, Consejo de la Unión Europea. https://www.consilium.europa.eu/en/policies/green-deal/fit-for-55-the-eu-plan-for-a-green-transition/

CONSEJO EUROPEO (2023), "Renewable energy: Council adopts new rules", Comunicado de prensa del Consejo Europeo, Consejo de la Unión Europea. https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/10/09/renewable-energy-council-adopts-new-rules/

GIOVANNI A. y Warren B. (2023), "Will local ambition fast-track or frustrate the global energy transition?", Renewable Energy Country Attractiveness Index (RECAI), EY, ed. 61, junio 2023.

LAZARD (2023), "Lazard's Levelized Cost of Energy Analysis – Version 16.0", Lazard's LCOE+, abril 2023

MASE (2023), Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima, Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energética (MASE), junio 2023. https://www.mase.gov.it/sites/default/files/PNIEC_2023.pdf

MERCER (2021), "Infrastructure investing – A primer", Private Market Insights, Mercer

MITECO (2023), Borrador de Actualización del Plan Nacional Integrado de Energía y Clima 2023-2030, Vicepresidencia Tercera del Gobierno, Ministerio para la Transición Ecológica y el Reto Demográfico (MITECO), junio 2023. https://energia.gob.es/es-es/Participacion/Paginas/DetalleParticipacionPublica.aspx?k=607

MLODZIK, K. (2023), Infraestructuras como alternativa de inversión en un activo refugio, *Deloitte*

PREQUIN (2023), Preqin Global Report 2023: Infrastructure

SOLARPOWER EUROPE (2022), European Market Outlook for Solar Power 2022-2026. https://www.solarpowereurope.org/insights/outlooks/eu-market-outlook-for-solar-power-2022-2026

SURI, M., BETAK, J., ROSINA, K., CHRKAVY, D., SURIOVA, N., CEBECAUER, T., CALTIK, M., ERDELYI, B. (2020), Global Photovoltaic Power Potential by Country (English). Energy Sector Management Assistance Program (ESMAP) Washington, D.C.: World Bank Group. http://documents.worldbank.org/curated/en/466331592817725242/Global-Photovoltaic-Power-Potential-by-Country

RED ELÉCTRICA (2023), "Estado del acceso y conexión de la generación renovable", Datos acumulados a 30/09/2023 para la generación eólica, solar fotovoltaica y la generación híbrida. https://www.ree.es/es/clientes/datos-acumulados-generacion-renovable

WALKER, C. (2023), "Infrastructure fundraising: Where has all the money gone?", IPE Real Assets, 12 News & Analysis, ed. julio/agosto 2023.

Bolsa social: Ecosistema de inversión de impacto

José Moncada, fundador y CEO de Bolsa Social

Resumen

Bolsa Social fue la primera plataforma de financiación participativa autorizada por la CNMV en España en 2015. Nacimos con el objetivo principal de fomentar y democratizar la inversión de impacto. Una plataforma que conecta inversores de impacto con empresas comprometidas con los retos actuales, sociales y medioambientales.

Abstract

Bolsa Social was the first crowdfunding platform authorized by the CNMV in Spain in 2015. We were born with the main objective of promoting and democratizing impact investment. A platform that connects impact investors with companies committed to current social and environmental challenges.

01 Introducción

02 El crodwfunding como producto de inversión

03 La inversión de impacto

04 Casos de éxito de bolsa social

1. Introducción

A lo largo de estos años hemos ido creciendo hasta crear una comunidad formada por más de 11.000 inversores de impacto y, gracias a ella, hemos logrado canalizar más de 12.500.000 euros hacia 44 empresas de impacto.

La plataforma ha ido evolucionando para ofrecer diferentes opciones de inversión en equity (Crowdequity) y en préstamos sostenibles (Crowdlending). La base inversora se ha ido diversificando, lo que nos ha llevado a facilitar propuestas adaptadas a inversores minoristas, profesionales e individuos experimentados, con el objetivo de hacer la inversión de impacto accesible para todos. Así, poco a poco estamos creando un ecosistema de inversión de impacto.

Bolsa Social nace a finales de 2014 con el objetivo de **fomentar y democratizar la inversión de impacto** en España. Fue la **primera plataforma de financiación participativa** ***(Crowdfunding)*** autorizada por la CNMV en nuestro país.

En aquellos años estábamos acostumbrados a tomar decisiones económicas (de consumo, de ahorro, de inversión, empresariales) únicamente guiados por el beneficio o rentabilidad que nos ofrecían, sin considerar sus implicaciones éticas, es decir, **sin tener en cuenta su impacto en la sociedad y el medioambiente**. Sin embargo, progresivamente y gracias al acceso a la información, cada vez más gente comienza a vislumbrar la dimensión ética de la economía al entender que impacto y economía no pueden estar separadas. Más aún, cada vez más gente comprende que la rentabilidad de una inversión y su impacto social positivo no están reñidos.

En respuesta a este cambio de mentalidad que está calando cada vez más en la sociedad, quisimos facilitar la inversión de impacto, a través de una plataforma de inversión en capital de startups *(equity crowdfunding)* de impacto social o medioambiental positivo.

En 2009, el Monitor Institute estimó que el mercado de la inversión de impacto podría alcanzar los 500.000 millones dólares en 2020 (o, dicho de otra forma, el 1% del total de activos bajo gestión en el mundo). Estas predicciones, que en principio podían parecer ambiciosas, no solamente se cumplieron, sino que se superaron.

En España, según el Informe sobre la Oferta de Capital de Impacto[25] elaborado por Spain NAB, a cierre de 2022 se habían gestionado un total de 1.208 millones de euros para la inversión de impacto, por parte de gestoras de fondos de capital riesgo de impacto, fundaciones, plataformas de crowdfunding, family offices, capital riesgo corporativo, fondos o entidades de financiación pública y entidades aseguradoras o fondos de pensiones. Esto supone un crecimiento para este segmento de 58% en 2022 respecto al año anterior. Estos datos nos indican que estamos ante un probable crecimiento muy pronunciado en lo que a inversión de impacto se refiere.

Para entender Bolsa Social, debemos hablar de dos conceptos clave: las plataformas de financiación participativa y la inversión de impacto.

2. El crowdfunding como producto de inversión

El crowdfunding es un método de financiación a través del cual un número amplio de personas, contribuyen con pequeñas cantidades de dinero a financiar un proyecto. Si bien nació en el ámbito de la donación y el micromecenazgo de proyectos culturales, pronto dio el salto al ámbito financiero. Así, algunas empresas, en lugar de depender de una sola fuente de financiación, como un fondo o un banco, pueden reunir los fondos que necesitan de múltiples personas interesadas en respaldar su iniciativa. Como producto de inversión, existe el **crowdfunding de inversión en capital** (o *crowdequity*) donde los inversores invierten en un proyecto, normalmente un startup en sus primeros pasos, a cambio de una participación en el capital de la empresa. También existe el **crowdfunding de préstamo (o *crowdlending*)**, donde los inversores prestan su dinero a empresas con intención de recuperar su aportación con intereses determinados y en un plazo acordado, en función del riesgo asumido en la operación. Esta herramienta de financiación se ha hecho muy popular en los últimos años, ya que permite a los creadores y emprendedores acceder a capital sin depender exclusivamente de inversores tradicionales o instituciones financieras. Además, proporciona una plataforma para que las personas apoyen causas y proyectos en los que creen.

Según el Informe Anual sobre Financiación Participativa (Crowdfunding) en España de 2022, realizado por Universo Crowdfunding[26], el año pasado el sector de Financiación Participativa en España recaudó 300.966.947 euros, lo que supone un incremento del 34,37% en comparación con el año 2021 y representa la mayor subida anual desde 2015

3. La inversión de impacto

Para diferenciar inversión de impacto de otros tipos de inversión sostenible, así como para hacer frente al *impact washing*, SpainNab (Consejo Asesor para Inversión de Impacto de España) publicaba este mismo año el [27]Task Force de Fondos, un documento que pretende ser el marco de referencia sobre la inversión de impacto en España y que recoge las características fundamentales de este tipo de inversión.

La inversión de impacto es aquella que tiene una clara **intención** de contribuir a solucionar problemas sociales o medioambientales, y que **mide y gestiona el impacto generado** por sus inversiones, e implica una **adicionalidad, financiera o no financiera**. Esta adicionalidad puede venir determinada por el tipo de sector al que se dirige la inversión, que puede ser un sector desatendido, por el tipo de involucración del inversor en la maximización del impacto generado por su inversión, o por el binomio riesgo-rentabilidad de la inversión, que puede estar planteado a medida de las necesidades de las empresas a financiar, entre otras.

25 Varios autores (2023), "La oferta de Capital de impacto en España en 2022", en spainnab.org
26 Gallardo A. de Universo Crowdfunding y Ramos J. Profesor en los grados de Emprendimiento en la Universidad Camilo José Cela (2023). Financiación Participativa (Crowdfunding) en España 2022.
27 Varios autores (2023). Task Force de Fondos 2022, en spainnab.org

De la financiación colectiva a la creación de un ecosistema de inversión

Bolsa Social nace como una plataforma de **inversión participativa de impacto** con la misión de **conectar a los inversores y las empresas de impacto social y medioambiental** de una manera ágil, rigurosa y transparente. Nuestro fin es **crear una economía más humana**, financiando empresas y entidades que pongan a **las personas y el planeta en el centro**.

Empresas de impacto social

Desde nuestro inicio ofrecemos la plataforma de **inversión en Equity (crowdequity)**, a través de la cual el inversor puede convertirse en socio de empresas de impacto en fases iniciales. La **rentabilidad y el valor de la inversión** dependerá del éxito que tenga esta empresa. Este tipo de inversión suele ser poco líquida y de un horizonte de medio y largo plazo. Exige **capital paciente y comprometido**. Los inversores en equity pueden a menudo brindar, además de apoyo financiero, **asesoramiento** y conexiones estratégicas para ayudar a las startups a crecer y prosperar.

El proceso que seguimos en las campañas de equity se compone de tres fases diferenciadas:

- **Dealflow y análisis**: buscamos y analizamos empresas que cumplan con determinados requisitos (constituida como SA/SL española, que sea un negocio de impacto social o medioambiental con validación comercial, que tenga potencial de escalabilidad). A continuación, analizamos su modelo de negocio e impacto, mercado (competencia, tamaño), resultados y plan a futuro, inversión (estrategia de salida y valoración), y equipo. Posteriormente, aprobamos la oportunidad en nuestro Comité de Selección.
- **Inversión:** Una vez aprobada la operación, preparamos el contenido de la campaña, negociamos el acuerdo de inversión, diseñamos la estrategia de marketing y comunicación, y realizamos la due diligence legal. La campaña suele tener una duración de 2 meses. Si no se alcanza el 90% del objetivo mínimo se devuelven las inversiones
- **Formalización y seguimiento post inversión**: Una vez alcanzado el objetivo, los inversores de Bolsa Social se sindican entorno a una SPV. La empresa financiada se compromete a facilitar a sus socios informes anuales y trimestrales en términos de negocio y de impacto, y disponen de nuestro foro abierto con los inversores durante los siguientes años.

De las alrededor de 1500 empresas que hemos contactado en estos años, hemos analizado 506, aprobado en comité 168 y **hemos financiado 36 empresas de impacto**.

En el año 2021 lanzamos una nueva línea de inversión: los **préstamos sostenibles (crowdlending),** dirigidos a apuntalar el crecimiento y desarrollo de entidades de la economía social y empresas con un impacto social positivo acreditado y medible. A través de este tipo de inversión, el inversor puede obtener una rentabilidad de entre un 2,5% y 8% anual. Los préstamos son **instrumentos financieros flexibles** (deuda senior, préstamos participativos y notas convertibles).

Bolsa Social ejecutamos un sólido proceso de selección y análisis, con un sistema de calificación de riesgo propio. Trabajamos con dealflow propio, colaboradores externos y partners. En estos dos años hemos completado con éxito **8 rondas de inversión en préstamos**, en sectores diversos como Integración y desarrollo social, Salud y bienestar, Economía circular o Consumo responsable.

¿Cómo realizamos la gestión y medición del impacto en Bolsa Social?

Desde el inicio de nuestra actividad, en Bolsa Social nos adherimos al **compromiso con los Objetivos de Desarrollo Sostenible** establecidos por la ONU en 2015 (ODS) y trabajamos la Teoría del Cambio tanto para nuestra estrategia de impacto como en el análisis de cada una de las oportunidades de inversión que ofrecemos.

Seguimos integrando nuevas metodologías relacionadas con la gestión y medición del impacto generado por las organizaciones, y por las inversiones realizadas a través de nuestro ecosistema de inversión, como es la de **IMP (Impact Management Project)**. Esta metodología, respaldada por el GSG (Global Steering Group for Impact Investment), tiene como objetivo crear un lenguaje común a lo largo de la cadena de valor del impacto. De esta forma, el IMP consigue crear una taxonomía en

la que encontramos un espectro amplio de estrategias y productos de inversión, que responden a distintas intenciones, desde actuar para evitar o reducir daños (A), a beneficiar o generar resultados positivos para los stakeholders (B) o contribuir a soluciones, generando resultados positivos para colectivos desatendidos o vulnerables (C). La inversión de impacto se recoge en la tipología C.

A través de la **Teoría del Cambio** y la metodología IMP, en Bolsa Social realizamos un análisis del enfoque de impacto para cada oportunidad de inversión, trabajando las diferentes dimensiones de la misma:

- **Intencionalidad:** ¿Qué problema social o medioambiental pretende resolver el proyecto? ¿Qué actividades desarrolla para conseguirlo? ¿De qué recursos dispone?
- **Gestión y medición del impacto**: ¿Qué resultados espera conseguir a medio y largo plazo? ¿Qué indicadores cualitativos o cuantitativos utilizará para medirlos? ¿Con qué ODS se desarrolla su actividad?
- **Adicionalidad de la empresa**: ¿qué hace? ¿A quién beneficia? ¿cuál es el cambio que pretende provocar? ¿es posible que se produzca este cambio sin su actividad? ¿cuál es el riesgo para las personas y el planeta de que este cambio no se produzca?

Siguiendo estos estándares de medición, desde Bolsa Social publicamos anualmente un Informe de Impacto. En él recogemos los datos de impacto de Bolsa Social, así como los indicadores de impacto de las empresas de nuestra cartera.

Los indicadores de impacto son específicos y varían dependiendo de la actividad de cada empresa. Para poder presentar el impacto unificado de la cartera de Bolsa Social, utilizamos algunos indicadores de impacto agregados.

Así, hasta 2022, las empresas financiadas a través de Bolsa Social han generado más de 150 empleos; se han ahorrado más de 81.000 toneladas de agua; contamos más de 140.000 beneficiarios de proyectos de inclusión social y cooperación internacional y más de 55.000 toneladas de CO2 ahorradas en emisiones de GEI.

Inversores de impacto

Todo esto ha sido posible gracias a nuestra **comunidad inversora,** de más de 11.000 miembros, con la que hemos canalizado más de 12.500.000 euros hacía 43 empresas de impacto.

La comunidad de Bolsa Social se ha ido enriqueciendo a lo largo de estos años con diferentes tipos de inversores: minoristas, inversores profesionales (institucionales y empresas) e inversores particulares experimentados (como business angels). Con la intención de facilitar la inversión de impacto a todo tipo de inversores, hemos desarrollado diferentes propuestas y vehículos de inversión adaptados a cada uno de ellos.

Club de Impact Angels

Hemos detectado que el perfil de inversor de Business Angel cada vez está más concienciado con el medio ambiente y con la sociedad, y tiene ganas de dedicar todo o parte de sus inversiones a proyectos que provoquen un verdadero impacto en la sociedad y en el medioambiente. Este inversor, además, quiere hacerlo de la forma más activa posible, involucrándose en la búsqueda de proyectos, en el comité de inversión e incluso ayudando a los emprendedores a crecer desde la mentorización.

El Club de Impact Angels nace para generar un espacio en el que esto sea posible. Se trata de un club privado con foco en la inversión de impacto, formado por profesionales del mundo de venture capital e inversores que creen en el poder de la inversión para construir una economía más sostenible, justa e innovadora. Un grupo muy potente de grandes profesionales e inversores experimentados que pueden acceder a oportunidades de inversión de impacto atractivas, previamente filtradas y analizadas por el equipo de Bolsa Social.

Orizon Ventures

A finales del año 2022, en Bolsa Social comenzamos a trabajar en una nueva iniciativa, que ha visto la luz a comienzos de 2023. Se trata de ORIZON, un club de inversión dinámico y con visión de futuro que se dedica a apoyar a las empresas en etapas iniciales que están teniendo un impacto positivo en el mundo.

La finalidad de esta nueva línea es segmentar a un determinado tipo de inversor, para poder ofrecerle un servicio premium y fomentar las sinergias y colaboraciones que puedan surgir entre estos inversores y las empresas participadas.

4. Casos de éxito de Bolsa Social

AUARA

AUARA es una marca de agua mineral basada en valores sociales y medioambientales que invierte el **100 % de sus dividendos** en proyectos para llevar **agua potable a personas necesitadas** en países del tercer mundo. Además, fue la primera marca de agua en Europa que fabrica sus botellas con un **100% de material reciclado.**

AUARA desarrolla proyectos para **llevar agua potable a personas que viven en situación de pobreza extrema** para, a través del agua, tener un impacto positivo en todas las dimensiones de su vida. El acceso a agua potable produce un impacto global en la **reducción de enfermedades, la mejora de la higiene, la reducción de las hambrunas, la escolarización infantil y la independencia de la mujer.**

Como empresa social coherente, buscan tener el mínimo impacto medioambiental. Fabrican las botellas con un **100% de material reciclado** (R-PET) **100% reciclable**, que tiene una huella de CO2 hasta un 50% menor que el PET estándar. Desde su constitución y hasta el día de hoy, AUARA ha facilitado el acceso a agua potable a más de 92.000, y ha construido 130 infraestructuras en 19 países. AUARA logró levantar 212.000 euros en su campaña de financiación en Bolsa Social, atrayendo a un total de 61 inversores. En 2022 la empresa Hijos de Rivera adquirió el 51% del capital de AUARA, dando salida a los inversores de Bolsa Social.

Tucuvi

Tucuvi es un asistente virtual que utiliza la **Inteligencia Artificial** y la tecnología de voz para dar un seguimiento continuo a personas mayores y pacientes crónicos que residen en sus propias casas. A través de llamadas al teléfono fijo o al móvil, el asistente es capaz de **monitorear y acompañar a estas personas**. La solución de Tucuvi supone una forma práctica y cómoda para que los pacientes, sobre todo personas mayores, tengan un seguimiento a través de una tecnología comprensible, ahorrando muchos esfuerzos y dinero al sistema sanitario. Desde su constitución y hasta el día de hoy, Tucuvi ha atendido a **más de un millón de pacientes**, con un 95% de éxito en las llamadas, y una satisfacción media del paciente de 4,8 sobre 5. Tucuvi logró levantar 160.000 € en su campaña de financiación en Bolsa Social, atrayendo a un total de 59 inversores.

Manantial Vilamico

Manantial Vilamico SLL es un proyecto de economía social de producción de champiñón que tiene la misión de facilitar la **inclusión laboral** de las personas con enfermedades mentales graves, y ayudarles en sus procesos de recuperación. Con la campaña realizada a través de Bolsa Social, Manantial Vilamico logró atraer a 97 prestamistas que aportaron un total de 150.000 €, con un 4% de interés anual a 48 meses. De esta forma, la entidad pudo financiar los salarios del primer año de cuatro operarios, y un ingeniero para liderar las operaciones.

Polynext

Polynext (Polymer Recycling Labs S.L.) es una compañía de **economía circular** que se dedica al desarrollo de nuevos materiales fabricados a partir del plástico procedente del residuo urbano e industrial. A través de su solución, Polynext busca dar una segunda vida a los residuos urbanos e industriales, y contribuir a reinventar el sistema de transformación de los plásticos. A través de Bolsa Social, Polynext logró atraer a 145 prestamistas que invirtieron 285.000 euros, con un interés del 4% anual y un plazo de 48 meses. El objetivo de esta financiación era comprar una nueva máquina de separación y clasificación de residuos con la que conseguirán acercarse al residuo cero, ya que les permite detectar y aprovechar mayor cantidad de desechos de la basura plástica.

Nota biográfica del autor

José Moncada (Pamplona, 1976) es fundador y director general de Bolsa Social. Desde el año 2020 es Founding Partner del Fondo Bolsa Social Impacto FESE, que gestiona con Afi.

Moncada ha desarrollado su carrera profesional en el ámbito de la política financiera; primero en el Tesoro Público de Madrid, más tarde en la Dirección General de Mercado Interior y Servicios de la Comisión Europea en Bruselas y, por último, desde 2011, en la Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA), en París. Es Administrador Civil del Estado en excedencia y profesor de Finanzas Sostenibles en la Universidad de la Sorbona de París.

Referencias bibliográficas

Varios autores (2023), *"La oferta de Capital de impacto en España en 2022",* en spainnab.org

Gallardo A. de Universo Crowdfunding y Ramos J. Profesor en los grados de Emprendimiento en la Universidad Camilo José Cela (2023). Financiación Participativa (Crowdfunding) en España 2022. en universocrowdfunding.com

Varios autores (2023). Task Force de Fondos 2022, en spainnab.org

Nota biográfica del autor

José Moncada (Pamplona, 1976) es fundador y director general de Bolsa Social. Desde el año 2020 es Founding Partner del Fondo Bolsa Social Impacto FESE, que gestiona con Afi.

Moncada ha desarrollado su carrera profesional en el ámbito de la política financiera; primero en el Tesoro Público de Madrid, más tarde en la Dirección General de Mercado Interior y Servicios de la Comisión Europea en Bruselas y, por último, desde 2011, en la Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA), en París. Es Administrador Civil del Estado en excedencia y profesor de Finanzas Sostenibles en la Universidad de la Sorbona de París.

Referencias bibliográficas

Varios autores (2023), *"La oferta de Capital de impacto en España en 2022",* en spainnab.org

Gallardo A. de Universo Crowdfunding y Ramos J. Profesor en los grados de Emprendimiento en la Universidad Camilo José Cela (2023). Financiación Participativa (Crowdfunding) en España 2022. en universocrowdfunding.com

Varios autores (2023). Task Force de Fondos 2022, en spainnab.org

Global Social Impact Investments: Inversiones sostenibles frente a inversiones de impacto social

María Ángeles León, fundadora de Global Social Impact Investments

Resumen

El sesgo genético que nos hace diferenciar entre "ellos y nosotros" desde los tres meses de vida, está detrás de la pérdida de oportunidades de inversión de impacto social.

A lo largo del artículo veremos porqué este sesgo conduce a que las inversiones sostenibles o ESG (Environmental, Social, Governance) no hagan foco en la "S" de Social, y la oportunidad que esto supone para otros fondos cuyo objetivo es doble: mejorar la calidad de vida de las personas y conseguir un retorno financiero.

Aunque estamos en una fase muy temprana para concluir si la inversión tradicional es más o menos rentable que la sostenible o la de impacto social, sí ilustraremos con algunos ejemplos que este binomio rentabilidad-impacto es posible, y que en la gestora GSII ponemos cada día nuestros recursos y talento a demostrarlo a través de nuestros dos primeros fondos de inversión.

Abstract

The genetic bias that makes us differentiate between "them and us" from the age of three months is behind the loss of social impact investment opportunities.

Throughout the article we will see why this bias leads to sustainable or ESG (Environmental, Social, Governance) investments not focusing on the "S" of Social, and the opportunity this represents for other funds whose objective is twofold: improving people's quality of life and achieving a financial return.

Although we are at a very early stage to conclude whether traditional investment is more or less profitable than sustainable or social impact investment, we will illustrate with some examples that this profitability-impact binomial is possible, and that at GSII we put our resources and talent every day to prove it through our first two investment funds.

01 Introducción

02 Porqué dejamos atrás la "S" de ESG

03 Las oportunidades de "lo social"

04 La gestora de impacto y los fondos de GSI

05 Conclusión

1. Introducción

Lo primero, y quizás lo único, que comparten la inversión sostenible y la inversión de impacto son las buenas intenciones; ambas buscan resolver los problemas sociales y medioambientales a los que nos enfrentamos hoy en día, aunque de maneras diferentes. Para poder comparar ambas, utilizaremos las siguientes descripciones según el GIIN[1] (The Global Impact Investing Network):

- Inversiones o proyectos sostenibles: aquellos que se rigen por los principios ESG, que tratan de mejorar el comportamiento de las compañías y los fondos de inversión en cuanto a su impacto medioambiental (E), social (S) y su gobernanza (G). Y a evitar los riesgos que cualquiera de las tres pueda generar en una compañía o una cartera.
- Inversión de impacto social: las inversiones de impacto social son inversiones realizadas con la intención de generar impacto social medible, junto con retorno financiero. Para que este tipo de inversiones sucedan, se tienen que cumplir 3 características:
    - Intencionalidad: Tienen la intención y objetivo de conseguir impacto social y/o medioambiental.
    - Generar retorno social: Apoyan proyectos que tengan un efecto positivo en las personas.
    - Ser medibles: Debe existir evidencia medible.

Ambos tipos de inversión juegan un papel fundamental en la solución de los retos sociales y medioambientales. Y podríamos decir que la inversión de impacto social, en cuanto que cumple con los requerimientos de ESG, está dentro de la inversión sostenible, siendo un "nicho" específico dirigido a generar un impacto social positivo.

El marco más amplio sobre el que se mueven ambos tipos de inversión son los ODS[2] (Objetivos de Desarrollo Sostenible[2]), que se establecieron en 2015 en la Asamblea General de las Naciones Unidas y que se pretenden alcanzar para 2030. Es un listado de 17 objetivos globales interconectados.

El objetivo 1 de este listado es abordar la erradicación de la pobreza, colocando a las personas en el centro. Detrás de este propósito, se encuentran diversos desafíos que debemos afrontar, tales como el hambre, la salud, la educación, la igualdad de género, la escasez de agua potable y los problemas relacionados con el cambio climático. Sin embargo, resulta evidente que el movimiento ESG no ha brindado un apoyo tan enfocado hacia el bienestar de las personas. La "S" de social en ESG parece haberse limitado a examinar las disparidades salariales de género y, aunque se han realizado esfuerzos notables en cuanto a la promoción de la diversidad en grandes empresas, no se ha dado suficiente prioridad al cumplimiento del Objetivo de Desarrollo Sostenible número uno: la eliminación de la pobreza.

2. Porqué dejamos atrás la "S" de ESG

Es importante entender el porqué de este "olvido" de la "S" en las inversiones ESG, porque solo entendiendo el porqué, podremos encontrar las herramientas para poder incorporar este factor a la hora de valorar inversiones, y aprovechar la ventaja competitiva que puede tener este nicho inexplorado. Dice Robert Sapolsky[3] en su libro "Behave" (2017) que un bebé es capaz de diferenciar una persona de otra raza desde los tres meses de edad y que el cerebro humano adulto en cuestión de microsegundos también puede reconocer a una persona de otra raza, grupo étnico o incluso otra clase social, con el componente añadido de que cuando nuestro cerebro procesa algo diferente, lo considera, por defecto, una amenaza. Estamos genéticamente preparados para diferenciar el mundo entre Ellos (inmigrantes, personas con discapacidad, extranjeros, pobres, gente de otra raza, sexo…) y Nosotros.

"¿Cómo podemos entonces solucionar un problema, que es central a todos los demás que afectan a la humanidad, si su mera presencia constituye una amenaza y genera una respuesta de huida?"[4] Se puede solucionar con conocimiento. Y generar este conocimiento es lo que la gestora "Global Social Impact SGIIC", con sus dos fondos GSIF África y GSIF España intenta hacer. "Queremos demostrar que este círculo vicioso de Ellos y Nosotros no es un juego de suma cero, sino que Ellos y Nosotros es igual a oportunidad"[5]. La forma que escogimos para demostrar esto es quizás la más difícil, y a la vez la más rigurosa: la inversión en empresas cuyo objetivo es la mejora de la calidad de vida de los colectivos vulnerables. A largo plazo, con datos objetivos de rentabilidad financiera y social, este nuevo tipo de inversión, que pone a las personas en el centro es posible… y rentable.

3. Las oportunidades de "lo social"

La premisa de la que partimos es que las personas vulnerables no pueden desarrollar sus capacidades por falta de financiación, herramientas productivas, mercado, etc. En este apartado veremos, a través de cuatro ejemplos, que, en las circunstancias adecuadas, todos tenemos la capacidad de prosperar.

Un primer ejemplo es la inmigración. Philip Legrain[6] en su libro "Them and Us" (2020), confirma que "la inmigración tiene un efecto beneficioso para la sociedad receptora," comenzando por una historia divertida: "Un día de 1904, en la Expo en San Luis, el vendedor de helado se quedó sin los platos en los que lo servía. Ernest Hami, un vendedor de gofres sirio que trabajaba en el puesto de al lado, enrolló algunos gofres para hacer conos, y el resto es historia" Hoy nadie se imagina que el famoso cucurucho viene de la colaboración de un americano con un inmigrante sirio.

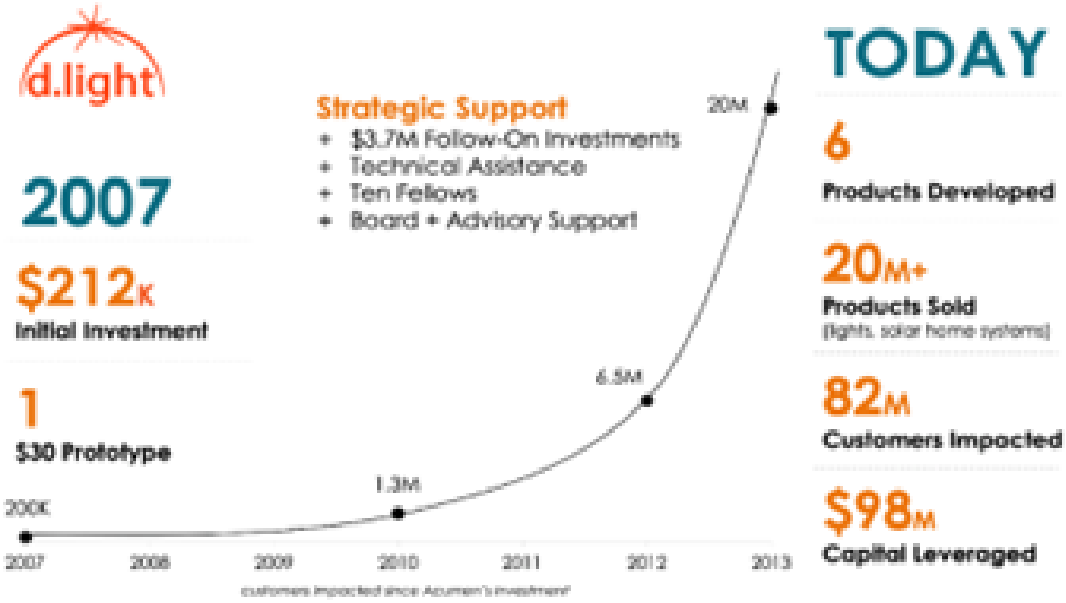
Otro ejemplo interesante, que ilustra el reparto de talentos y capacidades entre toda la población, es el número de "Big Tech" que han sido fundadas por inmigrantes o hijos de inmigrantes:

- Google. Fundador / Cofundador: Sergey Brin, nacido en Moscú, Rusia.
- eBay. Fundador / Cofundador: Pierre Omidyar, nacido en Paris de padre iraní
- Stripe. Fundador / Cofundador: John y Patrick Collison en Irlanda
- Y muchas más como SpaceX, Uber, Yahoo, Oracle, Zoom

Los otros dos ejemplos vienen de las primeras inversiones sociales del equipo de GSII, que comenzó en 2006 cuando invertimos a través de la fundación Acumen, creadores de un nuevo

modelo de inversión en empresas sociales en el mundo en desarrollo, que llamaban “capital paciente” y que rápidamente los Rockefeller[7] bautizaron como inversión de impacto. Entre estas inversiones están: Ziqitza[8] una empresa de ambulancias en India que tenía un modelo de venta cruzada que permitía dar servicio a los barrios más pobres y ser rentable; y D.light[9], otra empresa de pequeñas luces solares en Kenia que daba acceso a energía solar en poblaciones remotas. El siguiente gráfico ilustra esta inversión de D.light:

Figura 1. Inversión de D.light



Como se puede apreciar, aunque los plazos de la inversión fueron largos, el retorno financiero y social de D.light fue muy interesante: con una salida a 2,4 veces la inversión inicial, D.light mejora la calidad de vida de más de 150 millonesde personas y está a punto de salir a bolsa. De la misma forma, el caso de Ziqitza es un éxito con más de 3000 ambulancias, 48 millones de personas atendidas y unos ingresos cercanos a los 100 millonesde euros.

Figura 2. Inversión de Zigitza

Por la brevedad del artículo no podemos extendernos con más ejemplos similares en otros colectivos vulnerables de la sociedad en los que las oportunidades son similares pero debido a este sesgo "Ellos-Nosotros" a menudo nos impide aprovecharlas plenamente. Sin embargo, exploraremos ejemplos de carteras de GSII que ilustran perfectamente las oportunidades que ofrece incluir la mejora de la calidad de vida de las personas vulnerables, en los modelos de negocio de las empresas y los fondos de inversión.

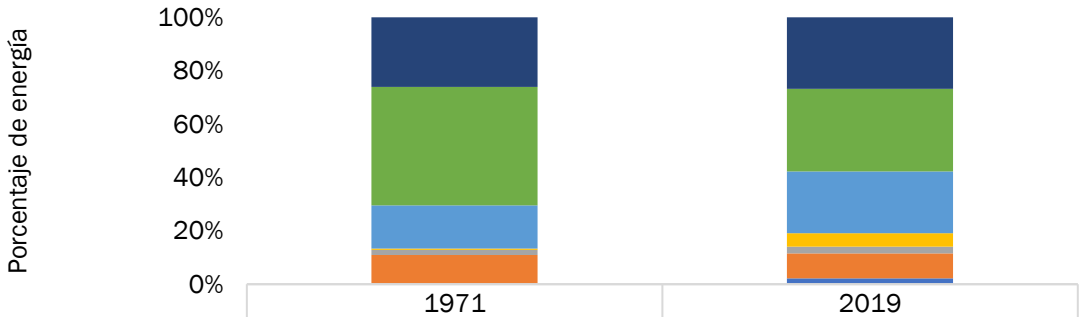
4. La gestora de impacto y los fondos de GSI

Detrás de la creación de cada fondo de inversión de impacto en GSII se encuentra una firme convicción que el antiguo presidente del Banco Mundial, Jim Yong Kim[10], expresó muy bien: "los mecanismos que hacen a los países ricos aún más ricos son los mismos que ayudarán a resolver los problemas de la pobreza y la desigualdad". Con esto se refería al ahorro, el emprendimiento y la inversión.

Desde GSII pensamos que los vehículos idóneos para canalizar la inversión de impacto social son los fondos de *Private Equity* (capital privado), Deuda, *Venture Capital* (capital riesgo) y *Venture Debt* (deuda de riesgo) por tres motivos:

- Las inversiones líquidas permiten al gestor del fondo, con puesto en el consejo, y a la dirección de las empresas, a ejercer con más rigor el seguimiento y la profundización del impacto social.
- La inversión de impacto está en sus momentos iniciales, al igual que cuando nació el *Private Equity* en España, tanto el tamaño de los fondos, como el de las empresas a invertir es aún pequeño, por lo que habrá que esperar un poco para que lleguen los fondos secundarios y finalmente las empresas cotizadas.
- Por último, un estudio del Aswth Damodaran de NYU[11], demuestra que después de más de una década de prácticas ESG, los más de 1,6 trillones de dólares americanos que en 2021 estaban invertidos en sostenibilidad en forma de inversiones en energías renovables y desinversiones de petróleo. El gráfico adjunto demuestra que no se ha conseguido mover la aguja en el sentido que se quería, sino que la desinversión en petróleo ha ido a incrementar la de energía nuclear. Quizás es muy pronto para valorar, y probablemente el usuario y el consumidor no están preparados para asumir un coste más alto de la energía.

Figura 3. Fuentes globales de energía: 1971 vs 2019



	1971	2019
Carbón	26,1	26,8
Petroleo	44,3	30,9
Gas natural	16,2	23,2
Nuclear	0,5	5,0
Hidraulicas	1,9	2,5
Biocombustibles	10,8	9,4
Otras renovables	0,2	2,2

Esto nos lleva a pensar, que, en estos primeros años, el acercamiento a la inversión de impacto social "debe ser más humilde"[12] pensando en los miles de millones de dólares o euros en un primer momento, para llegar a esos trillones cuando el mercado esté maduro y preparado.

Con estas premisas nace Global Social Impact SGIIC, una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva aprobada por la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) en julio de 2020, dedicada exclusivamente a la inversión de impacto.

Su estructura da la mayor flexibilidad por su capacidad de albergar cualquier tipo de fondo, un requisito importante cuando se quiere invertir en distintas geografías y con vehículos (fondos) de muy distinta índole, siempre adaptados al problema social que intentan solucionar.

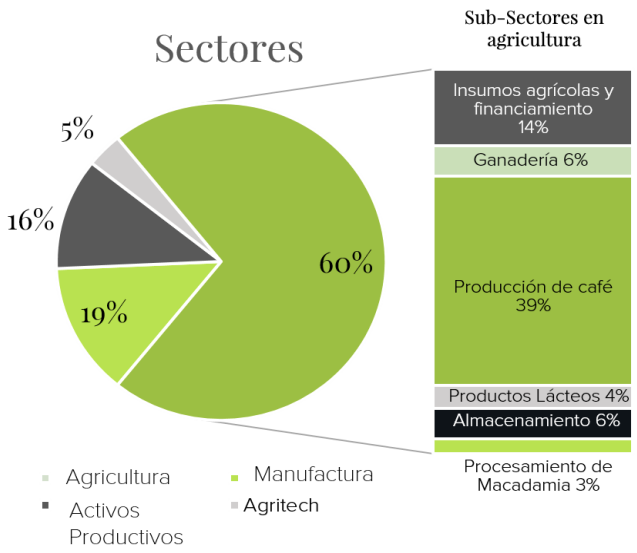
Esta gestora está enfocada a la gestión de fondos de impacto social ilíquidos, invirtiendo por tanto en compañías que están fuera del mercado continuo y que actualmente cuenta con dos fondos:

GSIF África

Los más de diez años invirtiendo en *equity* en empresas africanas nos hicieron ver que no existe un mercado secundario eficiente en los países en desarrollo donde invertimos, lo cual dificultaba los *exits* (desinversiones), mientras que, a la vez, estas empresas necesitaban capital circulante para seguir ampliando sus negocios. Por eso, GSIF (Global Social Impact Fund) África es un fondo de deuda de capital circulante abierto, de forma que a través de ventanas de liquidez el inversor pueda recuperar su dinero, mientras que el fondo sigue atendiendo los proyectos a largo plazo en los que está invertido:

- Fondo de derecho luxemburgués
- Con estructura SICAV - SIF (Sociedad de inversión de capital variable - fondos de inversión especializados)
- SFDR (*The Sustainable Finance Disclosure Regulation)*: Artículo 9
- Opera en África subsahariana
- Instrumento: Deuda
- Objetivo de retorno: 5%-8%
- Tamaño del fondo: 60 millonesde euros

GSIF África invierte en los siguientes sectores en Kenia, Uganda, Tanzania, Zambia, Etiopía, Nigeria y Ghana:



El alto porcentaje del sector agrícola[13] refleja fielmente que el 75% de la población de los países de África subsahariana donde invierte GSIF África trabaja en agricultura.

Con un CAGR (*Compound annual growth rate*) del 20% entre 2019 y 2022, y casi 5 millones de personas beneficiadas directamente, y un incremento en sus ingresos cercano al 40%.

Ejemplos cartera GSIF África

Complete Farmer es una empresa ghanesa que a través de su propia tecnología conecta a los pequeños agricultores con los compradores mundiales del sector alimentario y les permite hacer un seguimiento para optimizar la producción y ofrecer una ventaja competitiva en toda la cadena de suministro. Se invirtió por primera vez en diciembre de 2022 mediante un préstamo de 500.000 euros.

Watu es una empresa keniana de financiación de activos productivos que está comprometida con la mejora de la inclusión financiera y la movilidad urbana de conductores, concediéndoles préstamos asequibles y flexibles para que sean dueños de las motocicletas. Actualmente ya opera en Kenia, Uganda, Tanzania, Ruanda, Sierra Leona y Nigeria. La primera inversión se realizó en noviembre de 2022 mediante un préstamo de un millón de dólares.

JKCC es una empresa ugandesa de comercio en el sector agrícola que se encarga de encontrar clientes para el café de sus agricultores a precios competitivos y permite que logren una mayor productividad, obtengan provisión de insumos agrícolas y créditos, además de servicios de manipulación postcosecha. La

primera inversión se realizó en julio de 2022 mediante un préstamo de 750.000 dólares.

Como podemos ver en la foto, el CEO de Complete Farmer demuestra la misma confianza en las empresas africanas que GSIF África.

GSIF España

El origen del fondo español tiene también las inversiones directas que llevábamos haciendo varios años, incluido un mandato del fondo Repsol Impacto Social, donde pudimos comprobar que, aunque en España no vive el billón de personas más pobre del planeta, según el último informe Arope[14] sí que hay un porcentaje de la población, exactamente un 26%, que está en riesgo de pobreza material severa. Con el mismo racional que en el fondo africano, queremos demostrar invirtiendo en empresas sociales rentables, que el talento y la rentabilidad en España no tienen código postal.

Con un mercado financiero más maduro, y muchos fondos secundarios, decidimos que en España la estructura fuera un fondo de capital crecimiento que invierte en empresas sociales en España, y que tiene las siguientes características:

- Basado en España
- Con una estructura EuSEF (*European Social Entrepreneurship Funds*)
- SFDR: Artículo 9
- Opera en España
- Instrumento: *Equity* (capital inversión)
- Objetivo de retorno: 15%
- Tamaño del fondo 70 millonesde euros

La mejor forma de entender lo que consideramos como inversión de impacto en España es conocer a las compañías de nuestro portfolio:

Revoolt es una compañía tecnológica de impacto creada para convertir la logística de última milla en un proceso sencillo y de alto valor añadido ofreciendo soluciones de movilidad sostenibles desde el punto de vista social y medioambiental. La primera inversión de realizó en diciembre de 2021 mediante capital social de 750.000 euros.

Sqrups! es una empresa social especializada en la logística y venta en tiendas consideradas «outlets urbanos» que generan impacto social al dar acceso a bienes de primer consumo y a precios muy reducidos para clientes de bajos recursos económicos. También ofrece alternativas a empresas con exceso de producción y evita la generación de residuos. La primera inversión de 1,5 millones de euros se realizó mediante capital social en julio de 2022.

Gracias a nuestra cartera, 800.000 personas se han beneficiado de un producto o servicio sostenible que ha mejorado su calidad de vida.

5. Conclusión

Cuando hablamos de inversión sostenible y de inversión de impacto social, debemos tener en cuenta varias distinciones.

La diferencia entre las finanzas sostenibles y la inversión de impacto es que las finanzas sostenibles tienden a centrarse más en la integración ESG y la gestión de riesgos, mientras que la inversión de impacto se centra en generar un impacto positivo y crear un cambio. [15]

Además, hay que diferenciar entre:

- Inversiones en activos líquidos, en empresas que cotizan en bolsa, cuyo "activismo" en ESG se lleva a través de los consejos y juntas de accionistas en las que . El gestor, sobre todo si su participación es minoritaria, tiene muy pocas palancas de acción sobre las compañías; e.
- Inversiones en activos ilíquidos, fondos de *Private Equity* y *Venture Capital*, donde el gestor de los fondos suele tener un puesto en el consejo y cuenta con muchas más palancas de acción sobre la "sostenibilidad" de la empresa en su más amplio sentido.

Desde GSII intentamos contrarrestar el sesgo natural de huir de lo diferente (inmigrantes, personas con discapacidad, en riesgo de exclusión o excluidas, etc.) invirtiendo en empresas que mejoren las condiciones de vida de estos colectivos, y a la vez devolviendo una rentabilidad. Por eso lanzamos nuestros fondos GSIF África y GSIF España.

Al principio del artículo decíamos que las inversiones sostenibles y la inversión de impacto social compartían las buenas intenciones, esperamos que este artículo sirva para diferenciar ambas, y que las dos se hagan con el rigor y la paciencia necesarias, porque como decía San Bernardo de Claraval en el siglo XII: "El camino del infierno está empedrado de buenas intenciones".

Bibliografía y notas

GIIN (The Global Impact Investing Network): https://thegiin.orgODS: https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/objetivos-de-desarrollo-sostenible/

BEHAVE, Robert Sapolsky (2017)

HUMANKIND: A HOPEFUL HISTORY, Rutger Bregman (2020)

A HUNTER GATHERER GUIDE TO THE 21st CENTURY, Heather Heying y Bret Weinstein (2021) THEM AND US, Philip Legrain (2020) IMPACT INVESTING HANDBOOK, Rockefeller Philanthropy Advisors (2020)

Ziqitza: https://zhl.org.in/

D.light: https://www.dlight.com/

Discurso en Skoll, Jim Yong Kim (Abril, 2017): https://youtube.com/watch?v=FM3_ejHNv6Y&si=FXaAg1XmBKXuGkAT

Estudio del Aswth Damodaran de NYU: https://aswathdamodaran.blogspot.com/2023/10/good-intentions-perverse-outcomes.html

Cita de Dr Hakan Lucius: https://www.linkedin.com/in/dr-hakan-lucius74a3b51?utm_source=share&utm_campaign=share_via&utm_content=profile&utm_medium=ios_app

La importancia del sector agrícola en África: https://ssir.org/articles/entry/impact_investing_for_the_missing_middle_in_agri_finance

Informe Arope: https://www.eapn.es/estadodepobreza/index.php

"Impact Investing Can't Deliver by Chasing Market Returns", Stanford Social Innovation Review, Jim Bildner (Mayo, 2023): https://ssir.org/articles/entry/impact_investing_cant_deliver_by_chasing_market_returns#

Nota biográfica de la autora

Economista de formación, con una trayectoria de 20 años en Telefónica, María Ángeles es la cofundadora de Open Value Foundation, una fundación familiar que promueve un modelo híbrido entre la filantropía tradicional y la inversión de impacto para solucionar los problemas de la pobreza y lograr un mayor impacto social.

María Ángeles es también la mente creativa detrás de Global Social Impact Investments, una gestora especializada en fondos de inversión de impacto social que invierten en empresas con el doble objetivo de generar un impacto social y medioambiental positivo, además de una rentabilidad financiera para sus partícipes.

Además, es cofundadora de la gestora Cobas Asset Management que pertenece a Santa Comba Gestión SL, holding familiar aglutinador de proyectos que fomenta la libertad de la persona desde el conocimiento.

Está convencida de que hay formas alternativas y complementarias para solucionar los problemas que afectan a la humanidad y es una gran promotora del ecosistema de impacto, siendo cofundadora y vicepresidenta del National Advisory Board (NAB) español, miembro de la junta directiva de la Asociación Europea de Venture Philanthropy (EVPA) y asesora a nivel global de Acumen, una organización americana sin ánimo de lucro pionera en la gestión de fondos de impacto.

La deuda privada como acelerador de la economía de impacto en España: El caso de Impact Bridge

Arturo Benito Olalla, Director general de Impact Bridge. Braulio Pareja PhD, Responsable de investigación académica de Impact Bridge

Resumen

La economía de impacto se ha convertido en un catalizador esencial para el desarrollo sostenible. Sin embargo, las empresas de la economía social han encontrado históricamente dificultades para acceder a financiación. En un contexto en el que aumenta la regulación en materia de sostenibilidad, aparecen nuevos actores, como las entidades públicas, y alternativas de financiación más flexibles, como la deuda privada, que complementan a la financiación tradicional mediante capital y financiación bancaria. La gestora Impact Bridge y su fondo de deuda privada son un ejemplo práctico de cómo se puede articular la colaboración entre actores de la economía de impacto.

Palabras clave: *economía social, economía de impacto, inversión de impacto, deuda privada, sostenibilidad, financiación, capital privado*

Abstract

The impact economy has become an essential catalyst for sustainable development. However, social enterprises have historically struggled to access to financing. In an increasing sustainability regulation context, new actors are arising, like public entities, and flexible financing alternatives such as private debt, complementary to traditional equity and traditional bank financing. Impact Bridge and its private debt fund are a practical example of how collaboration between actors in the impact economy can be articulated that allows us to understand the benefit this type of financing causes in specific high impact projects.

Keywords: social economy, impact economics, impact investment, private debt, sustainability, financing, private equity

.

01 La economía del impacto: Un sector emergente

02 La financiación de la economía social y de impacto

03 El caso de Impact Bridge y su fondo de deuda privada

04 Conclusiones

1. La economía de impacto: Un sector emergente

Una introducción a los conceptos clave

Hoy en día, la sostenibilidad se ha convertido en una de las grandes macrotendencias del mundo económico. En el ámbito empresarial, la sostenibilidad ha integrado tres aspectos: económico, social y medioambiental. Además, en los últimos años ha tomado fuerza el concepto ASG (ESG, por sus siglas en inglés) que incluye las cuestiones sociales, medioambientales y de gobernanza (Torrelli et al., 2020).

En este sentido, los diferentes agentes económicos necesitan poder medir y monitorizar los avances en términos de sostenibilidad de las empresas. Aquí es donde surge el concepto de impacto, entendido como el efecto y los cambios que genera la actividad de la empresa en diferentes grupos de interés, ya sea positivo o negativo.

Atendiendo a la naturaleza de las organizaciones, hay una larga tradición de las conocidas como empresas de la economía social, que son aquellas que comparten los principios de justicia social y equidad, y que surgen con el objetivo de contribuir al interés general económico y/o social (Duque et al., 2021). Aquí encontramos entidades como cooperativas, mutualidades, cofradías de pescadores, empresas de inserción, centros especiales de empleo, fundaciones, oenegés, asociaciones sin ánimo de lucro.

Así las cosas, la economía de impacto, que incluye a la inversión de impacto y a todos los agentes del ecosistema del impacto (entidades públicas, empresas, instituciones financieras, organizaciones sectoriales, etc., y las organizaciones de la economía social, tienen una oportunidad para unir puentes y generar conjuntamente una sociedad mejor.

Características de la inversión de impacto

Dentro del ámbito de la economía de impacto, la inversión de impacto hace referencia a las inversiones que buscan invertir en compañías que tengan simultáneamente un impacto social y/o medioambiental y, además, generen un rendimiento económico positivo. La inversión de impacto tiene tres rasgos muy identificativos: intencionalidad, identificación del beneficio y beneficiario, y la medición del impacto (Agrawal and Hockerts, 2021). Otros rasgos complementarios son la causalidad o relación causa-efecto entre la inversión realizada y el impacto generado, así como la adicionalidad, relativa al mayor impacto marginal de cada nuevo euro invertido (Hockerts et al., 2022).

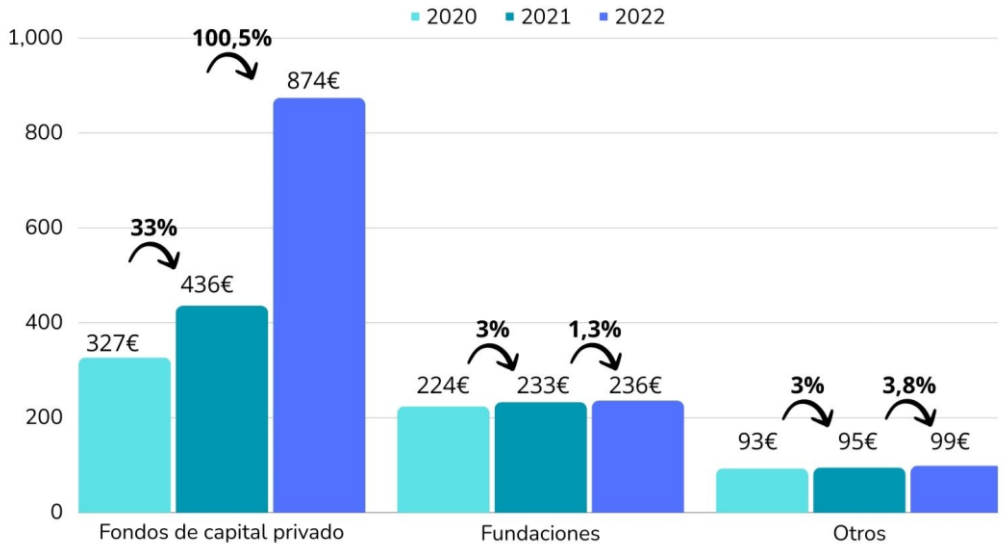
Así pues, se trata de una forma de inversión basada en la premisa de que el capital se puede dirigir hacia el beneficio social y ambiental, y que los inversores pueden aportar soluciones innovadoras y rentables a problemas como la pobreza, la desigualdad o el cambio climático (Spainnab, 2023).

Crecimiento del sector en España

Impulsada por la macrotendencia de la sostenibilidad, la inversión de impacto crece a un ritmo anual cercano al 60% a nivel global, según el GIIN (Global Impact Investing Network) (Mudaliar and Dithrich, 2019). Al interés de los inversores, se suma el empuje de la regulación. Cada vez se exige un mayor rigor en cuanto al reporte del impacto y los marcos de clasificación ayudan a asegurar una correcta identificación de este tipo de inversiones, como, por ejemplo, la Taxonomía Europea o el Reglamento de Divulgación de las Finanzas Sostenibles. Este interés se refleja en el crecimiento de los activos bajo gestión y en el número de organizaciones que se suman, como el GIIN o el GSG (Global Steering Group). En España, la organización de referencia es el Consejo Asesor para la Inversión de Impacto en España, SpainNAB.

Según los últimos datos de SpainNAB, en 2022 se alcanzó los 1.208 millones de euros gestionados, un aumento del 58% con respecto al año 2021, de los que 874 millones (72%), procedían del capital privado (Spainnab, 2023). La previsión es que el volumen de activos bajo gestión también haya aumentado en 2023. De hecho, siete fondos de capital privado y tres fundaciones esperan crecimientos superiores al 50% en sus activos gestionados.

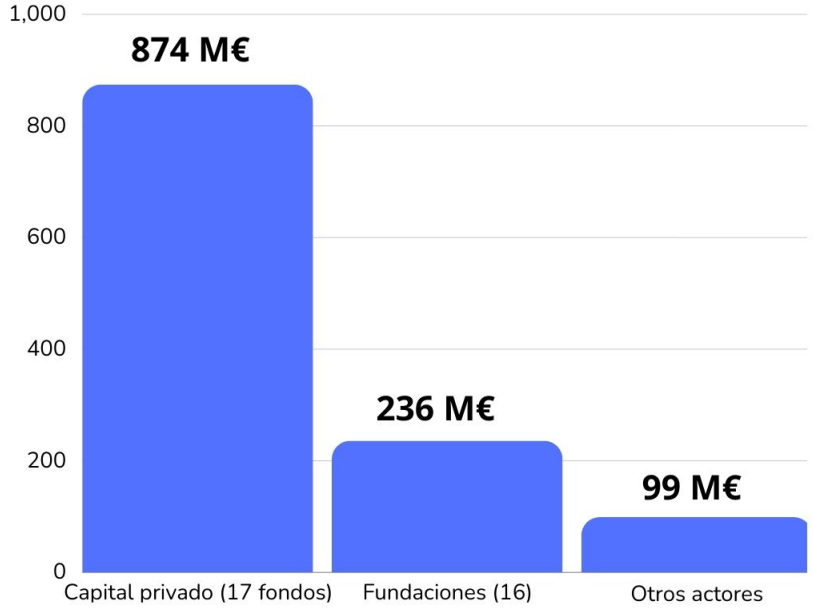
Figura 1. Capital gestionado en inversión de impacto (millones de euros) y tasas de crecimiento 2021-2022 (%)



Fuente: SpainNAB

En España, los fondos de capital privado de impacto destacan como impulsores de la industria, donde conviven un total de 32 actores, entre los que se incluyen fondos de capital privado, fundaciones, plataformas de "crowdfunding" (financiación colectiva), fondos de financiación pública, "family offices" (oficinas de gestión de patrimonio familiar), capital riesgo corporativo y entidades aseguradoras o fondos de pensiones.

Figura 2. Activos gestionados por los principales impulsores de la industria en 2022



Fuente: SpainNAB

2. La financiación de la economía social y de impacto

Necesidades y retos de financiación

Es importante entender el enorme beneficio que generan las empresas de la economía social. Estas organizaciones contribuyen enormemente al interés general de nuestra sociedad, además de ser un gran motor económico y de generación de empleo. En España hay alrededor de 21,5 millones de personas asociadas a la economía social. Destaca la labor de CEPES (Confederación Española de la Economía Social), que aglutina a las organizaciones de la economía social, representando los intereses de 43.192 empresas, que generan el 10% del PIB (Producto Interior Bruto) y emplean a 2.184.234 personas de forma directa e indirecta28. Por tanto, la financiación de estas empresas es fundamental para que puedan seguir desarrollando su labor (Sánchez, 2023).

La economía social ha utilizado diferentes fuentes de financiación en función de su naturaleza y necesidades. Tradicionalmente, estas empresas han tenido una marcada dependencia del crédito bancario y encontrado dificultades para financiarse por otras vías.

El crédito bancario es una fuente de financiación fundamental para las empresas sociales. Algunos bancos, como MicroBank, el banco social de CaixaBank, han desarrollado instrumentos financieros de deuda de impacto ajustados a las necesidades de este tipo de empresas y favorecen enormemente el desempeño de su actividad.

No obstante, es habitual que las empresas sociales necesiten otro tipo de financiación complementaria, más adaptada a sus necesidades particulares y tengan dificultades para conseguirla.

En muchas ocasiones, la entrada en el capital social de las empresas no es posible por tener su capital restringido a sus propios trabajadores o no permitir la entrada de nuevos accionistas por estar orientadas a la consecución de determinados objetivos sociales considerados incompatibles con la entrada de nuevos inversores. Afortunadamente, la deuda privada puede ayudar a solucionar este problema.

La deuda privada es una fuente de financiación alternativa, novedosa en el ecosistema español, que da acceso a financiación privada a las empresas sociales. Suele ser una deuda

[28] https://www.cepes.es/cepes-cifras

diseñada a medida de sus necesidades en la que los acreedores tienen una capacidad limitada de influencia en la gestión de la propia compañía y por un periodo limitado, ligado a su vencimiento.

El rol de las entidades públicas

Las administraciones públicas también juegan un papel fundamental en el desarrollo y apoyo al crecimiento de la economía de impacto y, en concreto, a la inversión de impacto. En primer lugar, los reguladores dan carta de naturaleza a un sector novedoso que requiere de una cierta cobertura regulatoria que de estabilidad y seguridad. Además, debido a los riesgos de "greenwashing" (lavado verde) o "impact washing" (lavado de impacto), resulta fundamental establecer un marco de referencia que ayude a diferenciar las inversiones de impacto (de Freitas Netto, 2020). Por último, las administraciones públicas pueden actuar como aceleradoras del sector, aportando además de financiación pública, otros instrumentos como garantías, formación y asistencia técnica.

En España, las administraciones públicas como el ICO (Instituto de Crédito Oficial), están haciendo un gran esfuerzo para promover la economía de impacto.

El ICO lleva tiempo apostando por el apoyo a las iniciativas vinculadas con la sostenibilidad, como lo demuestra la aprobación de su Política de Sostenibilidad y la Estrategia 2022-2027. En ella, se compromete a que el 40% de la nueva financiación que origine el grupo sea sostenible. Asimismo, en 2018 lanzó, a través de AXIS, la sociedad de capital riesgo participada por el ICO, un mandato para invertir en fondos de impacto social y sostenibilidad que en 2023 amplió de 50 a 100 millones de euros.

Por último, el FEI (Fondo Europeo de Inversiones), vehículo inversor del BEI (Banco Europeo de Inversiones), apoya desde hace años los proyectos empresariales sostenibles con sus inversiones y mediante herramientas adicionales, como la concesión de garantías o la capacitación de los intermediarios, sobre todo a través de los programas *InvestEU*. Solo en el año 2022, la actividad del grupo BEI, ha firmado operaciones de financiación por un total de 9.961 millones de euros.

Tanto el FEI como el ICO son inversores del Fondo IB Deuda Impacto España, FESE gestionado por Impact Bridge.

3. El caso de Impact Bridge y su fondo de deuda privada

El lanzamiento de IB Deuda Impacto España, FESE

Esta tendencia y evolución de la economía de impacto se puede entender de manera paradigmática con el caso de Impact Bridge, gestora española dedicada exclusivamente a la inversión de impacto, y su fondo de deuda privada. Son un ejemplo de cómo la economía de impacto genera puentes de colaboración.

En 2023, después de años de trabajo y gracias al impulso inicial de MicroBank, Impact Bridge lanzó el fondo IB Deuda Impacto España, FESE. Además, el fondo contó con la participación de instituciones públicas como el ICO y el FEI como inversores ancla. Este fondo tiene un tamaño objetivo de 150 millones de euros y se trata del fondo de deuda de impacto más grande centrado en España. El propósito del fondo es proporcionar financiación a las mejores empresas sociales de España. Algunos de los temas de impacto son: el desarrollo rural, la inclusión laboral, el clima y el medioambiente, la economía circular, la agricultura sostenible y la igualdad de género.

Las ventajas de la deuda privada como alternativa de financiación

Como se ha podido explicar anteriormente, las empresas de la economía social y las empresas sociales tienen dificultades para encontrar financiación. Como adelantábamos, la deuda privada puede ser una excelente alternativa de financiación, complementaria a la financiación bancaria y que ofrece una mayor flexibilidad sin perder autonomía. Además de las restricciones de acceso al capital social de algunas empresas sociales, existe el riesgo de que haya una falta de alineamiento de los nuevos potenciales accionistas con los objetivos sociales de las mismas (Böni and Manigart, 2022).

La deuda privada ofrece muchos beneficios a las empresas sociales, pero, quizá, el más importante sea la flexibilidad al adaptar el préstamo a las necesidades particulares de cada empresa. En muchas ocasiones, la deuda bancaria, por ejemplo, fija unos estándares muy homogéneos, que en ocasiones no encajan con las necesidades particulares de las empresas. Los fondos de deuda privada, como el IB Deuda Impacto España, permiten estructurar cada préstamo a las necesidades particulares de cada compañía y diseñar un traje a medida a un precio muy parecido al de la deuda bancaria.

Los inversores en fondos de deuda privada de impacto también tienen ventajas relevantes. Por un lado, les permite acceder a proyectos de impacto a los que difícilmente podrían acceder mediante fondos de capital riesgo. Además, gracias al carácter conservador del propio subyacente, que puede incluir garantías de diversa naturaleza, lo convierte en un instrumento muy adecuado para contextos de incertidumbre.

Ejemplos paradigmáticos de inversiones del fondo

El Fondo IB Deuda Impacto España (FESE) ha alcanzado compromisos de inversores por importe superior a los 70 millones de euros hasta la fecha. Ya ha implementado sus primeras inversiones en España. Las compañías financiadas tienen como denominador común la generación de un impacto múltiple combinado, ser muy solventes financieramente y atesorar una sólida trayectoria con un claro propósito. Todas se comprometen simultáneamente a cumplir los objetivos financieros tradicionales inherentes a cualquier préstamo (pago de intereses y principal) junto a objetivos de impacto social y medioambiental alineados con su actividad.

La primera operación consiste en un préstamo de hasta 2 millones de euros a Formació i Treball, fundación asociada a Modare, cooperativa de iniciativa social promovida por Cáritas dedicada a la formación y reinserción de colectivos vulnerables a través de la reutilización y reciclaje textil. La actividad de Modare se articula en cuatro actividades fundamentales, vinculadas con la economía circular: recogida y clasificación de ropa usada ; venta de ropa reutilizable a través de su red de más de 150 puntos de venta en España y en mercados internacionales, preparación para el reciclaje de la ropa de menor calidad con preparación específica para nuevas fibras y, por último, valorización energética de la ropa contaminada, no susceptible de otro proceso de valorización en instalaciones autorizadas. En términos de impacto, desde 2020 los proyectos que forman parte de Modare, como Formació i Treball, han integrado a más de 1.600 personas en situación de vulnerabilidad en el mercado laboral, como migrantes, reclusos y exreclusos o mujeres víctimas de violencia.

La segunda operación es un préstamo de 2 millones de euros a la empresa ILUNION, perteneciente al Grupo Social ONCE, destinado a financiar su actividad hotelera. ILUNION Hotels es la primera cadena hotelera del mundo en conseguir que todos sus hoteles hayan sido certificados en accesibilidad universal, y el 40% de su plantilla son empleados con discapacidad.

Estas dos inversiones son un excelente ejemplo de inversiones de impacto de calidad. Empresas extraordinarias desde el punto de vista financiero que ven en la deuda privada una oportunidad para financiarse con mayor flexibilidad y alineando con el financiador sus objetivos sociales. Además, la financiación a través de una gestora de impacto les supone un valor añadido en cuanto al conocimiento de las mejores prácticas de medición y gestión del impacto.

4. Conclusiones

Impulsada por la macrotendencia de la sostenibilidad, la economía de impacto crece enormemente en España y aumenta cada vez más el número de actores implicados, así como los apoyos, regulación y recursos. Tradicionalmente, las empresas de la economía social han desarrollado una actividad fundamental, pero se han enfrentado a dificultades para conseguir financiación. La deuda privada y su instrumentación mediante fondos como el IB Deuda Impacto España, FESE ofrece una esperanzadora solución para las crecientes necesidades de financiación del ecosistema de las empresas sociales españolas.

Impact Bridge y su fondo de deuda privada son un ejemplo paradigmático de cómo la economía de impacto genera puentes de colaboración entre empresas de la economía social y entidades públicas y privadas.

Referencias bibliográficas

Agrawal, A., & Hockerts, K. (2021). Impact investing: Review and research agenda. Journal of Small Business & Entrepreneurship, 33(2), 153-181.

Böni, P., & Manigart, S. (2022). Private debt fund returns, persistence, and market conditions. Financial Analysts Journal, 78(4), 121-144.

de Freitas Netto, S. V., Sobral, M. F. F., Ribeiro, A. R. B., & Soares, G. R. D. L. (2020). Concepts and forms of greenwashing: A systematic review. Environmental Sciences Europe, 32(1), 1-12.

Duque, P., Meza, O. E., Giraldo, D., & Barreto, K. (2021). Economía Social y Economía Solidaria: un análisis bibliométrico y revisión de literatura. Revesco: Revista de estudios cooperativos, (138), 187-212.

Hockerts, K., Hehenberger, L., Schaltegger, S., & Farber, V. (2022). Defining and conceptualizing impact investing: Attractive nuisance or catalyst?. Journal of Business Ethics, 179(4), 937-950.

Mudaliar, A., & Dithrich, H. (2019). Sizing the impact investing market. Sizing the impact investing market. Global Impact Investing Netw

Torelli, R., Balluchi, F., & Furlotti, K. (2020). The materiality assessment and stakeholder engagement: A content analysis of sustainability reports. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 27(2), 470-484.

SpainNAB, Esade Center for Social Impact (2023). La oferta de capital privado en España en 2022: https://spainnab.org/wp-content/uploads/2023/09/Informe-SpaiNAB_Oferta-Capital-Impacto-Epana.pdf

Sánchez, M. J. B. (2023). La mejora del acceso a la financiación en el marco de la economía social. Reconsideración de los instrumentos financieros y mecanismos de inversión a la luz del Plan de Acción para la Economía Social. CIRIEC-España, Revista jurídica de Economía social y cooperativa, (41), 115-146

NOVIEMBRE
2023

INVERSIONES SOSTENIBLES

CUADERNOS DE FINANZAS SOSTENIBLES Y ECONOMÍA CIRCULAR

fundación ICO

En colaboración con

Afi

www.fundacionico.es