



**Economistas
sin Fronteras**

**Dossieres EsF
n.º 27, Otoño 2017**

LA INVERSIÓN DE IMPACTO



ÍNDICE

PRESENTACIÓN: LA INVERSIÓN DE IMPACTO	4
Marta de la Cuesta <i>UNED y Economistas sin Fronteras</i>	
INVERSIONES DE IMPACTO SOCIAL: ¿QUÉ CAMINO PARA LA UNIÓN EUROPEA?	7
Mario La Torre <i>Universidad de Roma «La Sapienza»</i>	
INVERSIONES DE IMPACTO: AMPLIANDO EL CONCEPTO DE RENTABILIZAR LA INVERSIÓN	13
Jorge Arenas <i>Máster en Sostenibilidad y RSC y antiguo colaborador de EsF Andalucía</i>	
LA PROMOCIÓN DE LA INVERSIÓN DE IMPACTO SOCIAL EN LA COMISIÓN EUROPEA: LOS FONDOS EUROPEOS DE EMPRENDIMIENTO SOCIAL	18
Mercedes Valcárcel <i>Fundación Tomillo</i>	
EL PROCESO DE LA MEDICIÓN DEL IMPACTO SOCIAL Y SUS RETOS	22
Cristina San Salvador <i>Deusto Business School, Universidad de Deusto</i>	
OIKOCREDIT, INVERTIR EN EL DESARROLLO DEL SUR EMPOBRECIDO	27
Jorge Berezo <i>Oikocredit Euskadi</i>	
EL PROCESO DE EVALUACIÓN SOCIO-AMBIENTAL DE FIARE BANCA ETICA	33
Alessandro Celoni <i>Fiare Banca Etica</i>	
PARA SABER MÁS	38



**Economistas
sin Fronteras**



Economistas sin Fronteras

Economistas sin Fronteras (EsF) es una Organización No Gubernamental de Desarrollo (ONGD), fundada en 1997 en el ámbito universitario, que actualmente integra a personas interesadas en construir una economía justa, solidaria y sostenible, con una orientación prioritaria en la erradicación de la pobreza y las desigualdades.

En **Economistas sin Fronteras** creemos necesario otro modelo de desarrollo, que ponga a la economía al servicio del ser humano y no, como sucede en la actualidad, a millones de personas al servicio de la economía.

Nuestro objetivo es contribuir a la construcción de una ciudadanía socialmente responsable, activa y comprometida con la necesaria transformación social.

Queremos ser una ONG de referencia en la búsqueda de una economía justa y contribuir a facilitar el diálogo y fomentar el trabajo en red de los distintos agentes sociales y económicos. Porque sólo a través del logro de una amplia participación social podremos alcanzar una economía justa.

Gracias a las aportaciones periódicas de nuestros socios podemos planificar y realizar proyectos de larga duración, sin depender de subvenciones.

Si deseas hacerte socio de **Economistas sin Fronteras** y colaborar de forma periódica con nosotros, cumplimenta el formulario disponible en nuestra web:

www.ecosfron.org
0 en el teléfono 91 549 72 79

Si crees que nuestros Dossieres te aportan nuevos puntos de vista sobre la economía y quieres apoyarnos, realiza una aportación:

DONA AHORA

La legislación española para las entidades sin fines lucrativos establece un trato fiscal más favorable para las donaciones realizadas por personas físicas, obteniendo una deducción a la cuota del IRPF.

CONSEJO EDITORIAL

José Ángel Moreno – *Coordinador*
Luis Enrique Alonso
María Eugenia Callejón
Marta de la Cuesta
José Manuel García de la Cruz
Juan A. Gimeno
Carmen Valor

Coordinación de este número:

Marta de la Cuesta
(UNED y Economistas sin Fronteras)



Dossieres EsF, por Economistas sin Fronteras (<http://www.ecosfron.org/publicaciones/>), se distribuye bajo una Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-SinDerivar 4.0 Internacional

(<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).

Se permite la reproducción total o parcial y la comunicación pública de la obra, siempre que no sea con finalidad comercial y siempre que se reconozca la autoría de la obra original. No se permite la creación de obras derivadas.

Dossieres EsF es una publicación digital trimestral de Economistas sin Fronteras.

Maquetación: LA FACTORÍA DE EDICIONES

Fotografía de cubierta:
© Digital Vision by Getty Images

Economistas sin Fronteras

Calle Gaztambide, 50
(*entrada por el local de SETEM*)

28015 Madrid

Tlf.: 91 549 72 79

ecosfron@ecosfron.org

LA INVERSIÓN DE IMPACTO

Marta de la Cuesta

UNED y Economistas sin Fronteras

Los intermediarios financieros juegan un papel determinante en el desarrollo económico y social de los países y en que dicho desarrollo sea más o menos sostenible y con menor o mayor cohesión social. Son quienes deciden qué financiar, a quién, cuánto y en qué condiciones (plazo y precio). Su función económica no es neutral, y de ello hemos sido testigos por los efectos que la crisis del sector ha tenido en el resto de la economía mundial.

Hace ya aproximadamente un siglo algunos economistas fueron conscientes de la importancia del sistema financiero en el crecimiento, si bien no es hasta las últimas décadas del siglo XX cuando empiezan a desarrollarse con más fuerza las inversiones, los instrumentos de financiación e incluso intermediarios que tienen como objetivo dirigir el capital hacia los proyectos u organizaciones económicas cuya finalidad o forma de actuar tenga como prioridad la lucha contra la pobreza, la desigualdad, el cambio climático o un desarrollo más sostenible y respetuoso con los derechos humanos. Es lo que se conoce como inversiones socialmente responsables (ISR) o finanzas sostenibles.

Dentro de ellas, las inversiones de impacto son aquellas que de forma directa tratan de incidir redirigiendo el dinero hacia proyectos con mayor impacto social o ambiental. La doble búsqueda de rentabilidad e impacto social/ambiental es lo que diferencia a las inversiones de impacto de otro tipo de inversiones. No obstante, y a pesar de que actualmente se ha convertido en un tema relevante incluso en la agenda pública de la UE, hay mucha confusión sobre este mercado emergente. Este dossier, además de aclarar alguna de esas cuestiones conceptuales, pretende ofrecer ejemplos de instrumentos e iniciativas que han ido adquiriendo cada vez más relevancia en los últimos años. Años en los que en los países más desarrollados hemos podido sentir en nuestras carnes las consecuencias que tiene un difícil acceso a la financiación por parte de pequeñas empresas, autónomos y particulares, algo que es más estructural en países menos desarrollados.

El primer artículo de este dossier, del profesor de la Universidad de la Sapienza (Roma) **Mario La Torre**, precisamente trata de aclarar algunos conceptos, dada la controversia que existe en la definición del término impacto social, la falta de consenso claro sobre su definición y sobre incluso la denominación del término en sí. El artículo nos permite aclarar qué son realmente las inversiones de impacto, cómo son en la práctica, qué estructuras utilizan habitualmente y por qué fomentarlas en Europa.

El segundo artículo, elaborado por **Jorge Arenas**, antiguo colaborador de EsF, es de carácter más descriptivo. En él se ve cómo precisamente son esas dificultades financieras vividas las que han motivado la aparición de nuevas estructuras y plataformas de financiación alternativas o complementarias a las tradicionales, encardinadas en la llamada economía colaborativa. Estos nuevos mercados están muy ligados a la figura del emprendedor, con una idea innovadora que intenta poner en práctica, pero que se encuentra con la dificultad de encontrar la financiación necesaria para su desarrollo a través de los canales clásicos (financiación bancaria, capital riesgo, etc). Nos referimos a las Plataformas de Financiación Participativa (PFP), las de propiedad (*equity crowdfunding*) y las de préstamo (*crowdlending*), con gran proyección en países como EE UU y que están empezando a desarrollarse en España, algunas de ellas ya con la intención de canalizar recursos para la financiación de proyectos con alto impacto social o lo que podría denominarse *crowdimpacting* (*impact equity crowdfunding*). Otros instrumentos que están adquiriendo especial importancia en los últimos años son los bonos verdes. El esfuerzo de organizaciones como la Iniciativa de Bonos Climáticos (CBI, por sus siglas en inglés) y la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA, por sus siglas en inglés) han hecho que los bonos verdes se consoliden en los mercados financieros internacionales como una de las mejores opciones a la hora de invertir en productos financieros relacionados con el cambio climático. Por su parte, los bonos sociales son instrumentos mucho más re-



cientes, menos estandarizados y que no han evolucionado tanto como los bonos verdes, confundándose frecuentemente con los bonos de impacto social.

Estas inversiones de impacto se han convertido en un instrumento de apoyo financiero a empresas sociales por parte de inversores privados y de la UE, en su interés de conseguir un crecimiento más inclusivo y apoyar una economía social más competitiva. En el tercer artículo, **Mercedes Valcárcel**, Directora General de Fundación Tomillo y socia de EsF, explica el impulso que la Comisión Europea las está dando a través de los fondos europeos de emprendimiento social. Lo que diferencia a estos fondos es el impacto social positivo de las inversiones, y ello exige medirlo, con la dificultad que entraña. Precisamente, el cuarto artículo se centra en cómo medir el impacto social. Como nos explica su autora, **Cristina San Salvador**, profesora de la Universidad de Deusto, se puede afirmar que actualmente existe un cierto consenso a nivel internacional en cuanto al proceso a seguir en la medición del impacto social. Sin embargo, no ocurre lo mismo en cuanto a la metodología concreta a emplear en las distintas fases de dicho proceso. En el artículo se describen los cinco pasos a seguir en el proceso y sus retos. Este mismo proceso de evaluación se ha venido produciendo en el ámbito de lo público, con el fin de conocer el impacto real de determinadas políticas y sobre todo la rentabilidad social de los fondos

públicos invertidos (la salud, la educación, la cultura, la acción social o la cooperación al desarrollo). La necesidad de involucrar a inversores privados obliga a estandarizar al máximo los procesos y conseguir homogeneizar en la medida de lo posible indicadores que intenten monetizar aquello que a priori resulta inmaterial o no cuantitativo. Los mercados financieros y los inversores se rigen por esos parámetros y algunos creen que hay que tratar de avanzar e innovar en técnicas de parametrización para acercar los dos mundos, el financiero y el social.

La última parte del dossier recoge dos iniciativas ya consolidadas en el terreno de las inversiones de impacto: los microcréditos y la banca ética. Para ello hemos elegido dos proyectos que son referencia internacional y que ya están consolidados y con presencia en España. El quinto artículo está centrado en la labor de Oikocredit en el campo de las microfinanzas y ha sido elaborado por **Jorge Berezo**, uno de sus impulsores en España. En el último estudio de Eurosif sobre la ISR en Europa (2016), las microfinanzas en el año 2016 supusieron el 75 % de las inversiones de impacto en Europa. Las microfinanzas son un tipo concreto de inversión de impacto que permite acercar la financiación crediticia a sectores, empresas y personas excluidas financieramente del crédito y en situación de pobreza. En muchos países, el desarrollo financiero no ha alcanzado los niveles de los países

desarrollados, no habiéndose producido un desarrollo de los mercados e instituciones financieras de forma acompañada con el resto de la economía, por lo que el sistema financiero no es capaz de dinamizar el proceso de crecimiento económico, desaprovechándose así proyectos de inversión al hacerse valoraciones inadecuadas de riesgo. Las microfinanzas, con sus luces y sus sombras, juegan un papel especialmente relevante en estos países, porque permiten una mayor penetración financiera a través de instituciones locales cercanas a las necesidades de la población.

El último artículo ha sido elaborado por **Alessandro Celoni**, Responsable de Desarrollo de Fiare Banca Etica, y se centra en el proceso de Evaluación Socio-Ambiental (ESA) que ha caracterizado la actividad de Fiare Banca Etica desde el principio. En un ejercicio de transparencia, el autor expone los criterios que sigue la entidad a la hora de evaluar proyectos y conceder créditos. La banca ética trata de asignar al dinero un papel clave como instrumento de creación de riqueza sostenible y más equitativa, haciendo partícipes de ese proyecto a aquellos inversores y prestamistas dispuestos a financiar proyectos empresariales socialmente responsables y con un elevado impacto social, educativo y cultural. Los bancos éticos son el mejor exponente y ejemplo de las inversiones de impacto.

Su actividad se rige bajo los principios éticos y de transparencia (incluyendo en muchas ocasiones el requisito adicional de organización democrática), cuyo objetivo fundamental es contribuir a través del negocio bancario a un desarrollo socioeconómico más justo y siendo financieramente sostenibles. Conviene aclarar que la banca ética puede realizar las mismas operaciones que la banca convencional, utilizando instrumentos ya existentes, pero adaptados para cumplir la finalidad social que la caracteriza. Este tipo de banca, si bien aún es pequeña, no por ello es menos segura y sostenible financieramente. Un estudio llevado a cabo por Global Alliance for Banking on Values (GAVB) en 2012 comparó la información financiera más relevante de los 28 mayores bancos del mundo —los considerados como instituciones financieras globales de importancia sistémica (GSIFI)— frente a un grupo de 22 bancos éticos representativos, durante el período 2002-2011. Los datos indican que la banca ética ha superado en las dos etapas estudiadas (antes y después de la crisis) a los bancos sistémicos tanto en capitalización sobre activos como en el Tier 1, lo que muestra la fortaleza financiera de estas entidades, poniendo de manifiesto que la banca ética está consolidando su posición financiera y además supera el nivel de capitales regulatorios exigidos por las autoridades monetarias. ■

INVERSIONES DE IMPACTO SOCIAL: ¿QUÉ CAMINO PARA LA UNIÓN EUROPEA?

Mario La Torre

Universidad de Roma «La Sapienza»¹

Las inversiones en Impacto Social (IIS) se están convirtiendo en un tema de candente actualidad en la agenda pública. Sin embargo, todavía hay mucha confusión acerca de las características fundamentales que definen a este mercado emergente. Hay una falta de límites claros entre las categorías: por un lado, hay IIS. Por otro lado, las tradicionales inversiones financieras y socialmente responsables (ISR), que de alguna manera están relacionadas con la responsabilidad social corporativa (RSC). Esta confusión hace hincapié en la necesidad de aclarar la verdadera naturaleza de la financiación del impacto social, los principales modelos de negocio que estas inversiones ponen en práctica y el papel que pueden desempeñar las IIS en Europa.

¿Cómo se definen las inversiones de impacto social?

Para etiquetar una inversión como de «**impacto social**», tenemos que probar la existencia de varias variables.² La característica más evidente es que las IIS generan un valor social. Sin embargo, esto no es suficiente, ya que muchas inversiones tradicionales también pueden hacerlo. La diferencia entre la financiación tradicional y el financiamiento de impacto social es la **intencionalidad** de generar impacto social. Es decir, la inversión se planifica con la intención principal de generar valor social. Es una inversión «impulsada por la demanda», porque se concibe con la intención principal de satisfacer las necesidades sociales, y no simplemente de obtener beneficios financieros. Este argumento también distingue a las IIS de las ISR: las IIS están, por definición, inspiradas por una actitud proactiva hacia el impacto social.

Dicho esto, las IIS apuntan también al beneficio financiero: el valor social **va junto con el rendimiento**

financiero. De nuevo, ello requiere una aclaración. Lo que distingue a las IIS de las inversiones tradicionales es que el retorno financiero está estrictamente vinculado al impacto social y de alguna manera depende del logro del objetivo social: en términos prácticos, los inversores recibirán una rentabilidad financiera sólo si se ha alcanzado un «nivel mínimo» de impacto social. Este esquema de remuneración, conocido como modelo de «pago por éxito», conduce a la conclusión de que el impacto social debe medirse y convertirse en métricas financieras: las IIS deben perseguir **impactos medibles**.

Hay evidencias de que las IIS también se diferencian de las ISR en la expectativa de retorno financiero y en el perfil riesgo-retorno: los inversores socialmente responsables esperan una rentabilidad cercana al retorno del mercado, mientras que los inversores de impacto están abiertos a aceptar rendimientos a largo plazo por debajo del tipo de mercado. Por ello, pueden ser etiquetados como **inversores pacientes**. Conforme a lo anterior, las IIS pueden definirse como inversiones «de impacto primero», mientras que las ISR pueden ser etiquetadas como inversiones «financieras primero».

En conclusión, es posible definir las inversiones de impacto social como aquellas inversiones que pretenden un impacto social —el cual debe ser intencionalmente perseguido y claramente mensurable— junto con un rendimiento financiero inferior al tipo de mercado y en función del logro del objetivo social.

¿Cómo funcionan las inversiones de impacto social en la práctica?

El marco teórico descrito anteriormente se ha puesto en práctica, adoptando varias arquitecturas financieras: diferentes esquemas que incorporan una mezcla diferente de las características anteriormente descritas, obteniéndose diferentes niveles de «intensidad de impacto». En términos generales, es posible afirmar que

1. Agradecemos a Pablo Esteban, miembro del patronato de Economistas sin Fronteras, su colaboración en la traducción de este artículo, que ha sido escrito por el autor en inglés.

2. Para mayor información: <http://socialimpactinvestment.org/>

tres de las principales características siempre están presentes en la estructura financiera de cualquier inversión de impacto: el objetivo social, la intencionalidad y el rendimiento financiero. Éstos pueden ser considerados como los «requisitos mínimos de impacto». Por el contrario, los requisitos de vincular el rendimiento financiero al logro del objetivo social — y, por consiguiente, a la medición del impacto social—, así como la condición de fijar un límite al retorno de los inversores que esté por debajo del tipo de mercado, suelen faltar en la mayoría de las estructuras de las IIS. De acuerdo a lo anterior, es posible distinguir entre una «IIS pura» y una «IIS híbrida». La primera se caracteriza por la presencia de todas las características referidas, mientras que la segunda incorpora solamente los requisitos mínimos —los fundamentales— para ser etiquetada como de «impacto social». Lo cierto es que si faltaran las características fundamentales, estaríamos fuera de los límites del mercado propio de las IIS.

Las estructuras financieras más comunes de las inversiones de impacto social

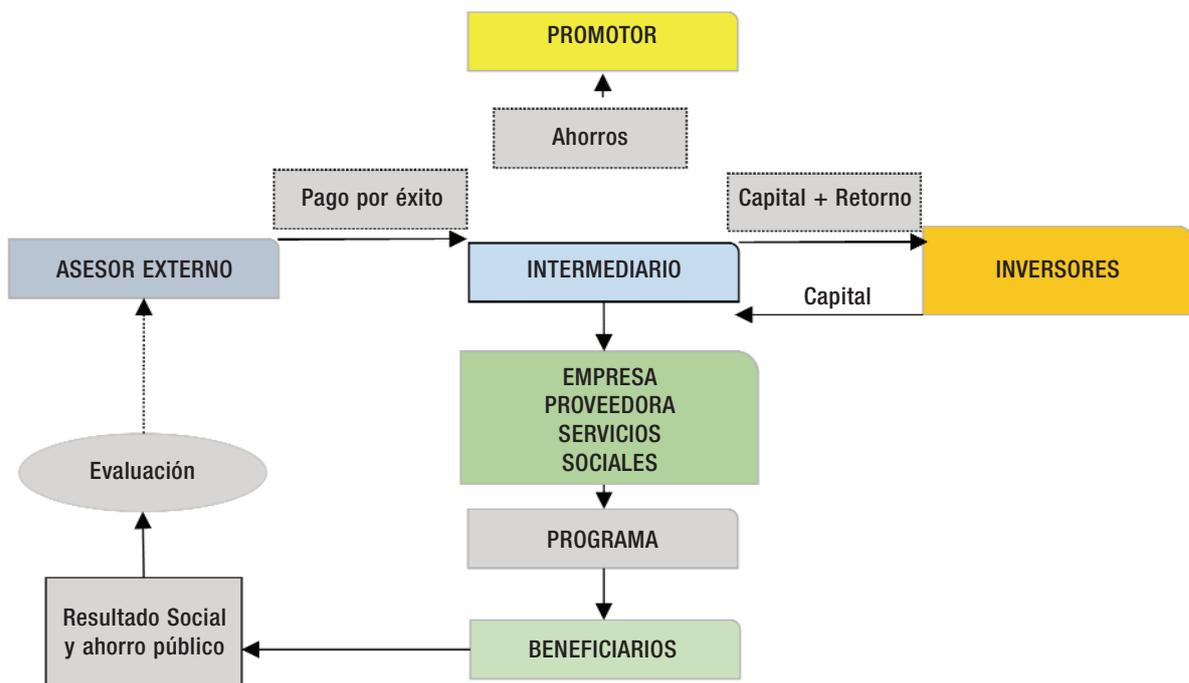
A pesar de que el mercado está explorando nuevas estructuras e instrumentos financieros, las inversiones de impacto social han sido financiadas principalmente a través de los bonos de impacto social (BIS) y los fondos de impacto social (FIS).

Bonos de impacto social

Los BIS son la estructura financiera más conocida en el mercado de inversiones de impacto social. Su esquema de funcionamiento nos permite entender claramente la naturaleza y esencia más profunda de la financiación de impacto. Ello es posible también porque usualmente incorporan todas las características de las «IIS puras» (figura 1).

A pesar del nombre, un bono de impacto social es una estructura financiera de «pago por éxito» que no prevé la emisión de ningún bono, y se basa en el acuerdo entre un promotor —normalmente una autoridad pública o un gobierno— y un intermediario que pretende realizar un proyecto con un objetivo social. Cuando el promotor es una entidad pública, el proyecto suele tener relación con los servicios del Estado de Bienestar, que son financiados tradicionalmente contra el gasto público. El intermediario juega el papel de atraer a potenciales inversores. Y a veces gestiona el proyecto directamente, o, con mayor frecuencia, utiliza una empresa social especializada en el campo de la intervención (el llamado «proveedor de servicios»), que canaliza el flujo de fondos. Los inversores aportan el capital necesario para financiar los costos operacionales del proyecto y los costos financieros relacionados con las comisiones a pagar al intermediario y a la empresa social. Y serán reembolsados con una tasa de retorno negociada por adelantado con el promotor, pero sólo si el bono social tiene éxito,

Figura 1. Estructura de un BIS



esto es, si el programa ha generado un nivel mínimo de impacto social.

Un asesor externo suele encargarse de evaluar el éxito del programa, midiendo con ello el resultado social generado y el ahorro consiguiente de gasto público, que será compartido entre el promotor y los inversores de acuerdo con las condiciones incluidas en el contrato firmado. Por lo tanto, el ahorro en el gasto público que surge del impacto social generado por el programa es el que permite al promotor repagar a los inversores. Ésta es la razón por la cual la racionalidad económica del BIS puede ser identificada con la capacidad de la empresa social para acometer el programa y en la exactitud de las métricas utilizadas para medir, en términos financieros, el impacto social generado. Para mayor claridad puede resultar útil un ejemplo simplificado (tabla 1).

Supongamos que un gobierno nacional quiere reducir la reincidencia delictiva en personas condenadas una vez que hayan salido de la cárcel a través de la implementación de un proyecto con el objetivo de fomentar su inclusión social.

Suponiendo que: (i) el costo público por día de cada preso es de 50 euros; (ii) el grupo de presos involucrados en el proyecto es igual a 2.000; (iii) la tasa real de reincidencia es del 50% (1.000 personas); (iv) el promedio de tiempo en prisión de los prisioneros es de 100 días al año. En base a los supuestos anteriores, los costes de la tasa de reincidencia, en términos de gastos públicos, representarían 5 millones de euros (1.000 presos × 100 días × 50 euros).

Asumamos ahora que los costes operativos del programa ascienden a 1 millón de euros y que los inver-

Tabla 1. Las cifras del BIS

	N.º de reclusos	Coste por día	Tasa de reincidencia	N.º de días	Coste anual	Ahorro bruto
Real	2000	50	50%	100	5.000.000	
Caso 1	2000	50	25%	100	2.500.000	2.500.000
Caso 2	2000	50	10%	100	4.000.000	1.000.000
	Costes operativos	Tasa de interés inversor	Comisiones	Ahorros promotor	Ahorro neto	
	1.000.000	10%	150.000	5%		
Caso 1	1.000.000	100.000	150.000	250.000	0	
	Capital inversores					
	1.000.000					

sores buscan un retorno del 10% sobre el capital invertido, así como también que el promotor persigue como objetivo el conseguir un ahorro del 5% en el gasto público y finalmente que las comisiones y los honorarios pretendidos ascienden a 150.000 euros en total.

A continuación, supongamos que el programa social reduciría la tasa de reincidencia en la mitad (500 personas): esto generará 2,5 millones de euros de ahorro público bruto (500 presos × 100 × 50 euros). La sostenibilidad económica del BIS sólo se verifica si los costes operativos del programa, más los costes

financieros para reembolsar a los agentes implicados en el régimen, están cubiertos por el ahorro bruto del gasto público. En nuestro ejemplo, un ahorro bruto de 2,5 millones de euros es suficiente para devolver el capital a los inversores, más el 10% de retorno, para cubrir los honorarios fijos que se deben pagar al resto de agentes y dejar al promotor 250.000 euros de ahorro público (5% de los 5 millones). En caso de que el programa no sea completamente exitoso, reduciendo la tasa de reincidencia sólo en un 10%, el ahorro bruto en gasto público ascenderá a 1 millón de euros, suficiente para reembolsar sólo los costes operativos.

El mercado de los BIS está en una etapa incipiente y las estadísticas sufren de la falta de datos accesibles. Sin embargo, varias instituciones han comenzado a implementar bases de datos locales o mundiales, que pueden ofrecer una primera visión. El primer ejemplo famoso de un bono social de la UE es el Bono Social de Peterborough, lanzado en R.U. en 2010, cuyo objetivo era reducir las tasas de reingreso en la prisión de Peterborough. En la actualidad, otros BIS se han lanzado en Europa y en otras regiones. Según INSTIGLIO,³ hay 76 BIS activos en todo el mundo, y se han anunciado 35 más, pero que todavía no se han implementado. Exceptuando algunos casos (entre ellos, el proyecto de «conservación del agua» en Costa Rica, el programa de «absentismo en el lugar de trabajo» en Finlandia y el de «producción de cacao y café» en Perú), es posible distinguir cuatro macro categorías de BIS en función de su objetivo y sector social: (i) creación de empleo e inclusión social (reincidencia, desarrollo de la fuerza de trabajo); ii) asistencia sanitaria; (Iii) educación; (Iv) personas vulnerables (personas sin hogar, refugiados). Los mercados de R.U. y U.S.A. son los más avanzados; R.U. puede ser etiquetado como el líder de BIS en todo el mundo, con casi 36 BIS lanzados. En Europa, los Países Bajos, con 7 bonos sociales —en su mayoría dedicados a la creación de empleo— son considerados el segundo país más activo. Por otra parte, Francia

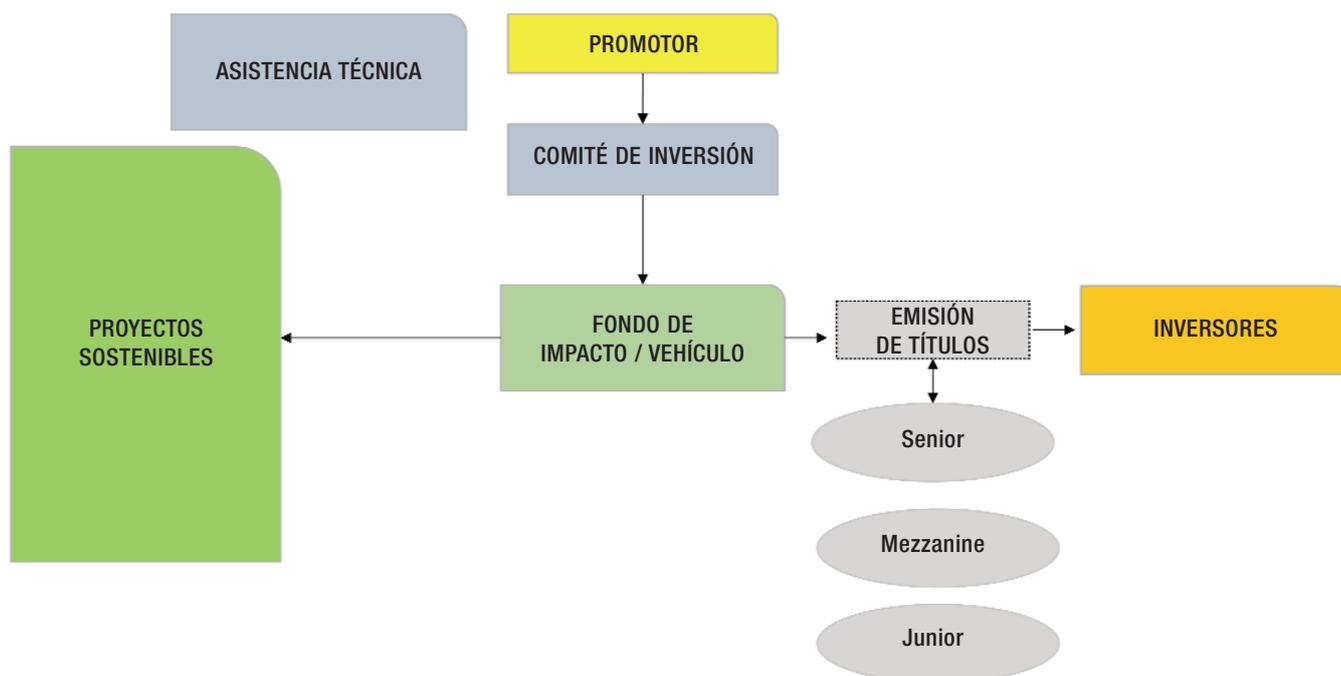
está planeando lanzar varios bonos sociales en 2017: uno apunta a mejorar los procedimientos para la custodia de los hijos, un segundo apoya a las familias en estado de fragilidad y un tercer BIS espera aumentar la asistencia escolar de los niños nacidos en condiciones desfavorecidas. Italia también está desarrollando un estudio de factibilidad para un BIS dedicado a reducir la reincidencia delictiva.

Fondos de Impacto Social

La mayor financiación para inversiones de impacto social proviene de fondos de inversión establecidos con un objetivo orientado al impacto. Estos fondos no difieren de los tradicionales en términos de estructura financiera: son etiquetados como «fondos de impacto» debido a su «enfoque orientado al impacto». La estructura típica de un fondo de impacto social (FIS) requiere de un vehículo que emite títulos a los inversores y canaliza los fondos recaudados en el mercado para financiar una canasta de proyectos identificados por el promotor y el comité de inversiones (figura 2).

De acuerdo con la encuesta anual de la Red Global de Inversiones de Impacto (GIIN por sus siglas en inglés),⁴ el mercado de fondos de impacto gestionó en

Figura 2. Estructura de un FIS



3. Ver: <http://www.instiglio.org/en/sibs-worldwide/>

4. <https://thegiin.org/>

2016 cerca de USD 114.000 millones —de los cuales el 40% fueron en los mercados estadounidense y canadiense y sólo el 14% en los mercados europeos occidentales—, invirtiendo principalmente en los sectores de vivienda, energía y microfinanzas. En cuanto a la finalidad, el 50% del dinero apuntó a sendos objetivos sociales y ambientales, el 40% tuvo un impacto puramente social y sólo el 9% puede definirse como de impacto ambiental. Los fondos recaudan capital principalmente de las family offices (100%), fundaciones (84%), bancos, fondos de pensiones y compañías de seguros (58%), y tan sólo unos pocos fondos atraen recursos de clientes minoristas (31%), instituciones religiosas (19%) o de fondos soberanos (7%).

Con respecto a los BIS, los fondos de impacto generalmente se caracterizan por cumplir con los «requisitos mínimos de impacto». Estudios recientes han probado la intensidad de la orientación hacia el impacto de los FIS, encontrando que muy pocos fondos son compatibles con la definición de IIS proporcionada por la OCDE, la cual es muy consistente con el enfoque de «impacto puro».⁵

La necesidad de atraer inversores y de incrementar la cartera invertida ha dado lugar a un enfoque de inversión de impacto «menos puro», en comparación con los BIS. En particular, la mayoría de los fondos de impacto emiten diferentes clases de títulos, con el fin de satisfacer a los inversores con un apetito de riesgo-retorno diferente; sin embargo, ofrecen rentabilidad financiera igual o superior a la tasa del mercado. Además, para satisfacer las preferencias de los inversores, generalmente no vinculan el rendimiento financiero al logro del objetivo social —el cual se suele medir sólo por razones de comunicación y búsqueda de financiación—. Según la GIIN, la mayoría de los inversores (66%) se interesa por la tasa de rendimiento del mercado; de los que el 34% apunta a un rendimiento por debajo de la tasa del mercado —en su mayoría, invirtiendo en «títulos

de deuda junior»—, el 18% aspira a retornos por debajo, pero más cerca de la tasa de mercado, mientras que sólo 16% apunta a la mera preservación del capital sin retorno alguno.

¿Por qué fomentar las inversiones de impacto social en Europa?

Europa se enfrenta a una dramática fase económica caracterizada, entre otras cosas, por la necesidad de fomentar urgentemente un crecimiento sostenible. La sostenibilidad de un nuevo ciclo de crecimiento debe basarse en inversiones y reformas estructurales, que no sólo aumentarían la producción y los ingresos, sino que también facilitarían la distribución de la riqueza y la inclusión social. En términos prácticos,

estas metas requieren de los gobiernos de los Estados europeos afrontar dos desafíos claros: (i) financiar inversiones, específicamente, aquéllas con mayor impacto social; (ii) financiar las inversiones sin comprometer el cumplimiento de los requisitos del pacto fiscal y, en general, de una política presupuestaria sólida.

Las finanzas de impacto pueden convertirse en una herramienta importante para fomentar un crecimiento sostenible en Europa: se han diseñado específicamente para financiar proyectos de impacto social; se basan en una asociación público-privada que permite a los

Las finanzas de impacto pueden convertirse en una herramienta importante para fomentar un crecimiento sostenible en Europa: se han diseñado específicamente para financiar proyectos de impacto social; se basan en una asociación público-privada que permite a los gobiernos no aumentar el gasto público cuando fomentan estas inversiones.

gobiernos no aumentar el gasto público cuando fomentan estas inversiones. En la «Guía para la Innovación Social» de 2013, la Comisión Europea describe, paso a paso, lo que los gobiernos deberían hacer para asumir el papel de construcción de mercados financieros inclusivos; en 2015, el Grupo de Trabajo del G8 sobre Inversiones de Impacto Social publicó un conjunto de recomendaciones de políticas útiles para construir un mercado de inversión de impacto social. Sin embargo, muy pocos responsables políticos de los países europeos han comprendido realmente el potencial de la financiación de impacto social para resolver el cortocircuito entre las limitaciones del crecimiento y el marco del presupuesto fiscal. Tan sólo el R.U. está llevando a cabo políticas concretas en favor de la financiación del impacto social.

5. Ver: Chiappini (2017). *Social Impact Funds. Definition, Assessment and Performance*. Palgrave Macmillan London. Disponible en: <https://www.palgrave.com/de/book/9783319552590>

Para fomentar el mercado de las IIS las recomendaciones no son suficientes; en primer lugar, necesitamos aumentar la educación financiera entre los responsables de formular políticas, los gestores y los inversores. Esto facilitaría las acciones en tres distintos niveles: regulador, operacional y gubernamental.

Desde el punto de vista de la normativa, es importante crear un entorno más amigable con las finanzas de impacto; bajo esta perspectiva, la regulación prudencial debería exigir requisitos de capital menos estrictos para aquellos intermediarios dispuestos a ingresar al mercado de IIS. En cuanto a la política fiscal, los incentivos fiscales tradicionales están siempre en conflicto con las limitaciones presupuestarias; en el caso de las IIS, sería posible vincular el incentivo fiscal con el logro de los objetivos sociales: en tal caso, se estaría hablando de una «política fiscal compensatoria».

Cuando se trata de recomendaciones sobre herramientas operacionales, es evidente que la principal cuestión es la necesidad de canalizar una mayor financiación para este mercado. El uso de fondos públicos como apalancamiento para las inversiones privadas requiere de una rendición de cuentas más transparente respecto a los costos del Estado de Bienestar. Debería ser lanzada a nivel nacional una agenda pública que haga referencia a una lista seleccionada de proyectos sociales. Asimismo, debería proporcionarse información sobre el gasto público real y el posible ahorro perseguido por el gobierno, similar a lo que ya se ha hecho en el Reino Unido. También puede pensarse en un

modelo a escala europea en el que puedan emitirse los llamados «Bonos sociales del gobierno», con proyectos de impacto social como activos subyacentes. Estos bonos podrían estar exentos de impuestos por el pacto fiscal y convertirse en una clase de activo elegible en las operaciones de política monetaria —o incluso susceptible de poder ser adquirido por el Banco Central Europeo—. Tal vez, incluso, podrían ser vistos como una prueba piloto para el Euro Union Bond.

Por último, para la gobernanza del mercado existe una clara necesidad de una mayor coordinación y un mayor diálogo entre las autoridades financieras europeas y la Comisión Europea. Además, es necesario contar con una representación más fuerte de los stakeholders alternativos, con orientación social, ante las autoridades financieras, con la idea de poner las IIS al frente de la agenda de los responsables de la formulación de políticas y de la atención de los reguladores.

Las IIS pueden desempeñar un papel crucial en la financiación de una nueva era en Europa, en la que los parámetros financieros estarían asociados a los cualitativos y ambos contribuirían a fomentar el crecimiento inclusivo y el bienestar de los ciudadanos europeos. También es un desafío demostrar que las finanzas «... van más allá de los números y las técnicas y conducen a visiones y soluciones inspiradas en un enfoque cuidadoso de la creación de valor, la distribución de la riqueza, la inclusión financiera y social, en definitiva: la economía del bienestar».⁶ ■

6. <https://www.goodinfinance.com/en/about-the-blog/>

Jorge Arenas

Máster en Sostenibilidad y RSC y antiguo colaborador EsF Andalucía

La idea de inversión ha ido tradicionalmente ligada a la obtención de un beneficio económico, mientras que la tarea de resolver problemas sociales y medioambientales era responsabilidad de organizaciones benéficas, gobiernos o a través de actos de filantropía. En las décadas de los 70 y los 80 aparece el concepto de inversión ética, entendida como aquella inversión que excluía comportamientos o sectores de moralidad cuestionable, como la industria del alcohol o la armamentística. Las inversiones socialmente responsables dan un paso adelante seleccionando empresas con mejores prácticas y que introducen aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo (criterios ASG), como por ejemplo aquéllas que generan energías limpias.

Las inversiones de impacto tratan de orientar esas buenas prácticas hacia unos resultados esperados, demostrables y medibles, justificando así el efecto o el impacto social y medioambiental de un proyecto o una organización, además del económico, valorando y comunicando en última instancia el cambio generado. Esto hará que la inversión de impacto sea realmente eficiente y rentable.

Este tipo de inversiones van un paso más allá de la responsabilidad, favoreciendo un cambio tanto en la manera de entender una situación o un problema como a la hora de gestionar ese problema. Pretenden generar, medir y justificar unos resultados distintos a los obtenidos hasta el momento y además de los puramente económicos.

La evaluación económica del impacto, sin embargo, no debe considerarse como un concepto nuevo, aunque si podemos decir que durante las últimas décadas han surgido una serie de tendencias relacionadas con las inversiones socialmente responsables, adaptándose a las actuales necesidades económicas y sociales, y donde se podrían incluir las inversiones de impacto y las propuestas o metodologías de medición de ese impacto.

Los desafíos a los que se enfrenta el mundo no están siendo resueltos ni por la economía convencional ni por la filantropía. Las inversiones de impacto se mueven en este sentido y se pueden considerar como una estrategia innovadora dentro de las inversiones socialmente responsables que pretenden dar solución a retos globales. Sin embargo, las inversiones de impacto también buscan un retorno de la inversión, alcanzando rentabilidades en ocasiones iguales a las de mercado, lo que las diferencia claramente de la filantropía. Por lo tanto, mediante las inversiones de impacto no es necesario sacrificar el retorno por el impacto, pero sí es característica indispensable generar un impacto positivo.

Algunos autores consideran la definición más aceptada de inversión de impacto como «aquellas inversiones de capital en empresas o fondos que generan bienes sociales y/o medioambientales junto a unos retornos para el inversor que pueden ir desde la simple devolución del capital a una rentabilidad igual a la del mercado».¹

No obstante, y a pesar de no existir unanimidad dentro de la variedad de definiciones de inversión de impacto, podemos afirmar que este tipo de inversiones tienen dos objetivos o características esenciales:

- Obtener un retorno financiero que, como mínimo, cubra el capital invertido.
- Financiar iniciativas con un impacto social positivo.

Resulta esencial en las inversiones de impacto que exista una intencionalidad por parte del inversor de generar un impacto positivo a través de sus inversiones.

1. José Luis Ruiz de Munain Fontcuberta y Javier Martín Cavanaugh, «Mapa de las inversiones de impacto en España.»(Informe de la Fundación Compromiso y Transparencia, 2012), p. 10. <http://www.compromisoempresarial.com/wp-content/uploads/InformeInversiones.pdf>

Situación de las inversiones de impacto en el mercado

En los últimos años, las inversiones de impacto han llamado la atención de inversores, filántropos, empresas y gobiernos, produciéndose un aumento tanto en la oferta como en la demanda. En el mercado podemos encontrar instrumentos de inversión como fondos de inversión o inversiones directas de capital, bonos de impacto social emitidos por los Estados que funcionan como un esquema de pago por resultados, financiación de proyectos realizados por bancos o cooperativas de crédito con una visión y unos objetivos de impacto e incluso herramientas o plataformas web de inversión colectiva o *crowdfunding*.

Los de mayor volumen están siendo los fondos de impacto social, que crecen a un ritmo del 30% a nivel mundial,² y los bonos de impacto social, que están tomando un importante protagonismo a nivel internacional, particularmente en el Reino Unido. Y no sólo los bonos emitidos por Estados. Desde que el sector privado comenzó a utilizar este tipo de bonos de inversión de impacto en 2007, no han parado de crecer. A nivel internacional, en 2013 suponían un 17% del total de bonos verdes emitidos, pasando a un 33% en 2015, siendo considerados además inversiones de alta calidad.³

Por otro lado, están naciendo iniciativas como *La Bolsa Social*⁴ en España, primera plataforma de *equity crowdfunding* autorizada por la CNMV y miembro de European Venture Philanthropy Association (EVPA) y de la Red Española de Impacto Social; o proyectos más innovadores a nivel internacional, como la incubadora online *Bridge for Billions*,⁵ que, mediante una aplicación, pone en contacto a emprendedores sociales con inversores de impacto de todo el mundo con el apoyo de mentores. Según la encuesta

anual *Eyes on the Horizon*⁶ de 2015, cerca del 75% de los encuestados indicaron que invertían a través de intermediarios (sin tener en cuenta si además invertían directamente en compañías).

El sector de las inversiones de impacto se encuentra en un estado inicial, pero en pleno crecimiento. En Europa, aunque aún bajo en términos de activos, las inversiones de impacto crecieron un 131,6% entre los años 2011-2013, y un 385% en los años 2013-2015, siendo el sector más dinámico dentro de las inversiones socialmente responsables.⁷ En España, el crecimiento fue de un 207% entre los años 2013-2015, pasando de 78 millones de euros en 2013 a 267 millones en 2015.

Esto sin contar inversiones filantrópicas ni de dinero público, que, en países como el Reino Unido, son fuentes de financiación claves en el mercado de empresas sociales. En el caso español, por ejemplo, y durante ese período 2013-2015, se emitieron bonos verdes y sociales por valor de 2.250 millones de euros.

De cara al futuro, deberíamos considerar también el efecto de los millennials y su mayor interés por invertir en organizaciones con impacto.⁸ Se estima que van a heredar alrededor de 40 billones de dólares de los llamados *baby boomers* durante las siguientes décadas. Esto tendrá un efecto directo en las decisiones de inversión, y en particular en las de impacto social, dadas sus preferencias y mayor demanda de inversiones que persigan también unos objetivos sociales y medioambientales.

En relación a la rentabilidad de las inversiones con impacto social, Global Impact Investing Network (GIIN) realizó en 2015 un estudio⁹ en el que comparaba la rentabilidad obtenida entre fondos de inversión con impacto, identificados a través de bases de datos

2. «Los fondos de impacto social crecen a un ritmo del 30%», *Diario Responsable*, 21 de noviembre de 2016. <https://diarioresponsable.com/noticias/23143-desayuno-spainsif-vivirgi-social-impact>

3. Donna Bebb, «Is green always good? A closer look at green bonds» (Stanford, Steyer-Taylor Center for Energy Policy and Finance, 2016).

4. La Bolsa Social, primera plataforma de financiación participativa autorizada por la CNMV en España. <https://www.bolsasocial.com/>

5. Bridge for Billions, incubadora online para emprendedores sociales en fases iniciales. <https://bridgeforbillions.org/>

6. Yasemin Saltuk et al., «Eyes on the Horizon: The Impact Investor Survey» (encuesta anual realizada por J. P. Morgan, the GIIN, 2015) p. 28. <https://thegiin.org/knowledge/publication/eyes-on-the-horizon>

7. Según datos de los estudios de Eurosif 2014 y 2016.

8. «U.S. Trust Insights on Wealth and Worth Survey» (encuesta anual realizada por U.S. Trust, 2016). <http://www.ustrust.com/ust/pages/insights-on-wealth-and-worth-2016.aspx>

9. «Introducing the Impact Investing Benchmark» (Global Impact Investing Network, 2015). https://thegiin.org/assets/documents/pub/Introducing_the_Impact_Investing_Benchmark.pdf

fiables de fondos de inversión de impacto, como la propia GIIN o la European Venture Philanthropy Association (EVPA), y una comparativa de fondos convencionales; y a su vez entre fondos de hasta 100 millones y de más de 100 millones de dólares, entre los años 1998 y 2010.



Una de las conclusiones que se saca del estudio es que el desempeño de los fondos con impacto, aunque bastante volátil entre los distintos tramos temporales, puede ser bastante similar o incluso de rentabilidad superior al de los convencionales, como pasa con los fondos de menos de 100 millones de dólares.



Fuente: GIIN (2015).

Este auge ha llevado a la necesidad de medir y evaluar el impacto extrafinanciero de los proyectos, y que éstos ofrezcan datos e información objetiva y relevante que facilite la toma de decisiones de aquellos inversores con mayor o menor grado de responsabilidad social a la hora de invertir.

La medición como alma de las inversiones de impacto

Los inversores de impacto buscan generar un impacto social y medioambiental, a la vez que un retorno financiero. Datos fiables, tanto en riesgos como en el retorno social y medioambiental, son fundamentales para sus tomas de decisiones, estrategias a seguir y a la hora de ajustarse a sus estándares y criterios, tanto sociales y medioambientales como financieros.

Resulta frecuente encontrar proyectos que miden su alcance a través de los inputs, como el dinero destinado al proyecto, el tiempo invertido, etc.; y sin embargo, en muchos de esos casos no se alcanzan los objetivos deseados, y no precisamente por falta de *inputs* o recursos. Tampoco los *outputs* o resultados establecidos son generalmente significativos para concluir que el fin social de un proyecto se ha alcanzado.

Por ello, la medición resulta crucial para las inversiones de impacto, ya que demuestran y legitiman el im-

pacto social que están generando. Dan valor a la huella o el efecto que un proyecto o un proceso está teniendo en la sociedad como consecuencia de su actividad y evalúan el logro de los objetivos sociales deseados.

A través de la medición del impacto generado se demuestra y se justifica el alcance y la efectividad de la inversión, y resulta vital para el crecimiento del mercado de las inversiones de impacto. Dicho de otro modo, sin medición las inversiones de impacto perderían su sentido.

Una medición efectiva genera valor para todos los agentes involucrados y afectados en o por la inversión, fortaleciendo a la vez la comunicación con esos grupos de interés. Además, aumenta la transparencia de este tipo de inversiones y favorece la movilización de capitales hacia ellas, aumentando a su vez el impacto agregado.

Sin embargo, la medición del impacto social puede no resultar una tarea sencilla, y tampoco hay un sistema de medición establecido. Podemos encontrar sistemas o guías que permiten medir impactos tan particulares como el generado por el voluntariado corporativo o el que supone la industria química, herramientas dirigidas a entornos relacionados con autoridades públicas o metodologías más genéricas y que pueden abarcar y evaluar una gran variedad de cambios e impactos a la vez.

Por enumerar tan sólo algunos de estos métodos o propuestas de medición más conocidos y de un modo u otro también más utilizados:

- Métricas IRIS, metodología propuestas por la Global Impact Investing Network (GIIN) basado en un catálogo de métricas o indicadores.
- Cálculo del SROI, o Retorno Social de la Inversión (*Social Return on Investment*), basado en el análisis coste-beneficio, asignando a los resultados (*outcomes*) sociales, medioambientales y económicos un valor monetario aproximado.
- Metodología propuesta por la European Venture Philanthropy Association (EVPA), basada en un

proceso continuo de cinco pasos, poniendo especial interés en la evolución durante toda la cadena de valor.

- Método propuesto por la Comisión Europea para la medición del impacto de empresas sociales, muy cercano a la propuesta de la EVPA en cuanto a procedimiento y metodología, considera el uso de indicadores limitados ante el gran abanico de repercusiones sociales, optando en su lugar por la evaluación por medio de procesos o marcos.

A modo de comparativa entre ellos podemos destacar algunos puntos fuertes y débiles de las metodologías citadas:

Métricas IRIS	
Puntos fuertes	Puntos débiles
Fácil manejo a largo plazo, así como a la hora de realizar comparativas entre períodos, si se realiza una selección correcta, limitada en indicadores escogidos y se mantiene en el tiempo.	Compleja elección inicial ante tan amplio catálogo de métricas y dificultad de mantener una proporcionalidad del tiempo empleado y precisión buscada con respecto al tamaño de la organización, riesgo y alcance.
Fácil comparabilidad con otros usuarios y para ver qué métricas utilizan empresas del mismo sector gracias a la amplia base de datos de IRIS.	La búsqueda de comparabilidad puede llevar a la elección de indicadores menos relevantes.
	Riesgo de un exceso de valoración cuantitativa, subestimando aspectos cualitativos.

Metodología SROI	
Puntos fuertes	Puntos débiles
Un valor monetario simplifica visualmente el alcance del impacto, dada la utilidad, aceptación común y familiaridad del dinero para expresar valor.	Dificultad de valoración de impactos más intangibles ante la necesidad de expresarlos en valores monetarios.
Posibilidad de aproximar o alinear los resultados sociales a los resultados financieros.	Diffícil comparabilidad, a no ser que los proyectos u organizaciones pertenezcan al mismo sector, tengan características muy similares y seleccionen aproximaciones igualmente muy similares.
	Ciertos cálculos, como el valor actual neto, fomentan el cortoplacismo al descontar valores de futuro, especialmente sensible al considerar impactos, por ejemplo, sobre el medio ambiente o las generaciones futuras.
	Coste de implementación (no sólo económico) elevado, posiblemente incluso más que para otros métodos, ante la necesidad de monetizar todos los impactos, cálculos del VAN...

Metodología propuesta por la European Venture Philanthropy Association (EVPA)	
Puntos fuertes	Puntos débiles
El proceso completo facilita el seguimiento de toda la cadena de valor, así como de toda la organización.	Dependencia de incorporar indicadores como IRIS, SROI o incluso de elaboración propia, afectando por tanto los posibles puntos débiles de éstos, y que supondrá un esfuerzo de recursos añadido.

Métodos propuestos para la medición del impacto social en la legislación de la Comisión Europea	
Puntos fuertes	Puntos débiles
Facilitaría la comparabilidad entre empresas y países en caso de establecerse como un proceso de uso común y normalizado.	Realmente, podría no considerarse como un método en sí, sino una agrupación o recomendación de otros métodos comúnmente aceptados, con la correspondiente dependencia de esos otros métodos.

Fuente: elaboración propia.

Pese a sus diferencias, podríamos decir que todas acaban mostrando unos aspectos comunes:

- Establecer unos objetivos.
- Identificar e involucrar a las partes implicadas.
- Elaborar unos indicadores, marcos o estimaciones.
- Realizar un seguimiento y comunicar los resultados.

De hecho, de una manera u otra, todos toman como hoja de ruta la Teoría del Cambio. Partiendo de un punto inicial conocido, se elabora una ruta de cambio, se involucra a los actores del cambio, es decir, a aquellos agentes que se verán afectados por el cambio a realizar, buscando como fin último una transformación o un cambio sobre un problema social.

Repercusión de la medición del impacto

Los distintos sistemas de medición, con sus ventajas e inconvenientes, y en función de la actividad a medir, de las necesidades o expectativas de los grupos de interés, etc., pueden proporcionar resultados muy efectivos, tanto cuantitativa como cualitativamente, permitiendo a la vez mitigar aspectos negativos y potenciar los positivos. Aunque también supondrán un aumento en conocimientos y en recursos (económicos, humanos, tiempo...) para la gestión del proceso de medición de los impactos.

Si consideramos pequeñas y medianas empresas, la necesidad de recursos adicionales para el estudio, evaluación y medición del impacto les supone una barrera aún mayor, a pesar de que, por su mayor consumo de productos y materias de proximidad y en general mayor cercanía a los grupos de interés, tienen por naturaleza un mayor efecto y un mayor impacto principalmente en el ámbito local. No obstante, no es de extrañar que, una vez dado el paso de medir sus impactos, tanto pequeñas como no tan pequeñas empresas o entidades decidan usar metodologías propias de evaluación, aunque en el fondo con rasgos similares a las anteriores.

La medición del impacto social debe servir como herramienta para la planificación estratégica y la mejora de la actividad de una organización, para comunicar el impacto y atraer inversión, así como para la toma de decisiones de inversión.

Para suavizar estos inconvenientes, se puede hacer uso de bases de datos compartidas por algunas metodologías como orientación para la evaluación del impacto, selección de indicadores, comparaciones con empresas similares y del mismo sector, etc., así como empezar con poco y seguro, evaluando un proyecto o actividad, en lugar de toda la organización, e ir ampliando según se gane en experiencia.

Conclusiones

Dado el atractivo de estas inversiones en cuanto a la medición, evaluación y justificación de resultados e impactos sociales y medioambientales, resulta interesante acercarlas a inversores socialmente responsables interesados en que sus inversiones tengan a la vez un impacto social, pero también al resto de inversores, dado su atractivo en cuanto a rentabilidad económica.

La medición del impacto social debe servir como herramienta para la planificación estratégica y la mejora de la actividad de una organización, para comunicar el impacto y atraer inversión, así como para la toma de decisiones de inversión. Sin embargo, la decisión de valorar el impacto social no debería llevar a elegir un objetivo que garantice indicadores positivos, sino a alcanzar un impacto social previsto, y en última instancia, un cambio deseado, mediante la gestión del impacto generado y la realización de ajustes durante el proceso, si se dieran desviaciones de los objetivos establecidos.

Esta tendencia de considerar como objetivo del retorno de la inversión no sólo el aspecto económico-financiero, sino también el social y medioambiental, servirá, además, como un mecanismo de presión para que organizaciones, empresas e instituciones incluyan aspectos extrafinancieros en sus decisiones corporativas e institucionales, llevará a que ONGs y fundaciones realmente se centren en lograr resultados y situará en una posición de ventaja respecto a consumidores y competidores a aquellas organizaciones que consigan medir y evaluar sus procesos y comunicar con claridad sus impactos. ■

LA PROMOCIÓN DE LA INVERSIÓN DE IMPACTO EN LA COMISIÓN EUROPEA: LOS FONDOS EUROPEOS DE EMPRENDIMIENTO SOCIAL¹

Mercedes Valcárcel

Directora General de Fundación Tomillo

Según la Comisión Europea, la economía social representa en Europa el 10% de todas las empresas y da empleo a más de once millones de personas. En concreto, en el último estudio sobre economía social en la Unión Europea promovido por el *European Economic and Social Committee* se concluye que el empleo asalariado en la economía social en Europa es de más de catorce millones y medio de personas, lo que supone alrededor del 6,5% de los trabajadores de la Europa de los 27 (Monzón y Chaves, 2012). Estas cifras engloban a todas las empresas que tienen un impacto social positivo y antepone la consecución de su misión social a la mera maximización de su beneficio.

La Comisión Europea comenzó a trabajar en el apoyo de la economía social porque pensaba que el mercado único europeo necesitaba un nuevo modelo de crecimiento inclusivo. Un modelo centrado en la creación de empleo para todos, que cubriese el creciente deseo de los europeos por mejorar su calidad de vida y que estuviese más alineado con principios éticos y de equidad social. Con el objetivo de promover una economía social más competitiva, la comisión situó la innovación social en el centro de sus prioridades para mejorar la cohesión territorial y buscar nuevas soluciones a problemas sociales, en concreto, a la lucha contra la pobreza y la exclusión.

Así, la *Social Business Initiative* fue adoptada en octubre de 2011 y tiene su origen en los resultados de una consulta pública en el marco de la *Single Market Act*. En los mismos se mostraba un gran interés en la capacidad de la economía social, dentro de este mercado único, para proveer respuestas innovadoras a los existentes desafíos económicos, sociales y medioambientales.

En la iniciativa se indica, entre otros aspectos, que se creará un grupo de trabajo sobre empresa social para

examinar la evolución de las medidas fijadas en la misma. Basándose en la experiencia del grupo asesor de la *Small Business Act*, este grupo de trabajo estaría formado por representantes de los estados miembros, las autoridades locales, organizaciones de emprendedores sociales, el sector financiero y bancario y representantes del ámbito académico y universitario. Con este mandato, en febrero de 2012, la Dirección General de mercado interior coordinó la convocatoria del concurso para la selección de miembros del grupo de trabajo, que es denominado GECES (*Groupe d'experts de la Commission sur l'entrepreneuriat social*). Se recibieron más de 200 solicitudes, entre las que se eligieron los 44 expertos que forman parte del Grupo, siendo reseñable que se recibieron más solicitudes de los países del sur de Europa que del norte y pocas de los países del este. La selección, complicada dada la experiencia de los solicitantes, buscó también una adecuada composición del Grupo en términos de género, tipo de entidad que se representaba y peso relativo de los países en base a su población (GECES, 2012).

Este Grupo de expertos en emprendimiento social de la Comisión Europea (en adelante, GECES) sería consultado por la Comisión durante un periodo de seis años, del 2012 al 2017, sobre la oportunidad, el desarrollo, la aprobación y la implementación de todas las acciones mencionadas en la *Social Business Initiative* o sobre cualquier otro aspecto relacionado con el emprendimiento social y la economía social. Las tres medidas principales fijadas en la *Social Business Initiative* tras la consulta, que se despliegan en once acciones clave, de las que GECES hace el seguimiento y apoya su desarrollo, son:

- Mejorar la financiación, facilitando el acceso a fondos privados y movilizandofondos de la Unión Europea.
- Incrementar la visibilidad del emprendimiento social, desarrollando herramientas para mejorar la comprensión del sector y reforzando las capacidades de gestión, la profesionalidad y la red de contactos de las empresas sociales.

1. Las referencias bibliográficas completas de los documentos citados figuran en la sección de «Para saber más».

- Mejorar el marco legal, creando formas legales apropiadas para ser usadas por los emprendedores sociales europeos y facilitando su acceso a los contratos públicos y a las ayudas de Estado.

En relación a la mejora de la financiación de la economía social, en la consulta se quería conocer si existía la necesidad de generar mecanismos que facilitasen el apoyo a empresas sociales por parte de inversores privados y, en su caso, los pasos a dar para mejorar la eficiencia de los distintos instrumentos de inversión privados que captan fondos con este objetivo.

Las inversiones de impacto o capital riesgo social son inversiones en empresas, organizaciones o fondos con la intención de generar un impacto social medible, además de resultados financieros. Como tal, son un instrumento de apoyo financiero a empresas sociales por parte de inversores privados de los que menciona la Comisión Europea. Y, de hecho, era el único existente específico para estas empresas antes de la aparición de los bonos de impacto social y las plataformas de *crowdfunding*.

Los resultados de esta consulta mostraron que el principal problema para las empresas sociales europeas es la financiación. Aunque pueden acceder a financiación privada, les es difícil obtener toda la que necesitan para crecer y consolidarse. Las entidades de crédito no están familiarizadas con su especial realidad de perseguir objetivos sociales con modelos empresariales o tienen dificultades para valorar el riesgo de la inversión, por lo que limitan mucho las concesiones de financiación a este sector. Es por ello necesario para cubrir estas necesidades apoyar los fondos de inversión o de capital riesgo especializados en el sector social.

Con este objetivo, la Comisión Europea aprobó en abril de 2013 una norma sobre los fondos europeos de emprendimiento social, el Reglamento (UE) 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de abril de 2013 sobre fondos de emprendimiento social europeos. En el mismo, la Comisión Europea recoge, entre otros, tres aspectos que intentan hacer frente a los principales desafíos que estas entidades encuentran:

- La creación de una marca europea de fondos de emprendimiento social que se otorgará a aquellas entidades reguladas que cumplan los requisitos exigidos en la norma y que permitirá a sus poten-

ciales financiadores identificarlos automáticamente como fondos sociales regulados.

- Mejorar la información para los inversores, estandarizando el contenido básico de la misma.
- Permitir la captación de fondos en toda Europa sin asumir costes adicionales.

Esta norma regula un punto importante, adicional al tipo de empresas en las que estos fondos pueden invertir su patrimonio y al tipo de inversores potenciales que pueden acceder a los mismos: la información mínima a entregar a estos posibles inversores. En este apartado hay un grupo de contenidos a informar que se pueden considerar estándar de la mayoría de los fondos de inversión regulados comercializados en el mercado europeo, y hay dos puntos específicos aplicables de forma exclusiva a los fondos de emprendimiento social (Comisión Europea, 2013):

- Las metodologías que se aplicarán para medir el impacto social de los proyectos.
- El impacto social positivo que se busca con la política de inversiones del fondo, incluyendo, si es relevante, las proyecciones de tales resultados que puedan ser razonables y el desempeño pasado en este área.

En concreto, de acuerdo con este reglamento la Comisión Europea considerará fondos europeos de emprendimiento social aquellos fondos regulados y supervisados por las autoridades del Estado miembro donde operen que inviertan al menos el 70% de su patrimonio en empresas sociales. Es decir, deben invertir al menos el 70% de su patrimonio en empresas:

- Que tengan como objetivo principal la consecución de un impacto social positivo y medible, siempre que:
 - proporcionen bienes o servicios sociales o servicios para personas vulnerables, marginadas, desfavorecidas o excluidas,
 - empleen un método de producción de bienes y servicios que represente su objetivo social o
 - proporcionen ayuda financiera exclusivamente a las empresas sociales, tal y como se definen en los dos puntos anteriores.
- Utilicen sus beneficios principalmente para la consecución de su objetivo social, habiendo implantado procedimientos que regulen todas las circunstancias en las que se repartan beneficios a los

accionistas y garantizándose que este reparto no socave su objetivo.

- Sean objeto de una gestión responsable y transparente, involucrando a los empleados, los clientes y los grupos de interés de su actividad.

Dada la especial tipología de estas inversiones y el elevado nivel de riesgo que se puede asumir con las mismas, la Comisión Europea señala que estos fondos sólo se podrán comercializar entre inversores que sean considerados como clientes profesionales de acuerdo con la directiva 2004/39/EC o a otros inversores, siempre y cuando:

- Su compromiso mínimo de inversión sea de 100.000 euros.
- Firmen un documento adicional al compromiso de inversión e independiente del mismo en el que señalen que son conscientes de los riesgos asociados a los compromisos de inversión realizados.

El reglamento regula un tercer punto importante, adicionalmente al tipo de empresas en las que invertir su patrimonio y al tipo de inversores potenciales que pueden acceder a estos fondos. Este punto es la información mínima a entregar a los posibles inversores, de forma previa a su decisión de inversión. En este apartado hay un grupo de contenidos que se pueden considerar estándar de la mayoría de los fondos de inversión regulados comercializados en el mercado europeo, y hay dos puntos específicos aplicables de forma exclusiva a los fondos de emprendimiento social. Con carácter general, y de igual modo que en otros fondos de inversión o capital riesgo, se exige informar a los clientes potenciales de los siguientes aspectos (Comisión Europea, 2013):

- La identidad de los gestores del fondo y de cualquier proveedor de servicios contratado por los mismos en relación con sus funciones de gestión, y descripción de sus obligaciones.
- Descripción de la estrategia de inversión y objetivos del fondo, incluyendo una descripción de los tipos de empresas en las que se va a invertir, de los procesos y criterios que se usarán para identificarlas, de las técnicas de análisis de inversión que se puedan emplear y de cualquier restricción aplicable a las inversiones.
- Descripción de otros activos distintos a los anteriores que puedan ser inversiones potenciales y de los criterios que se usarán para seleccionarlos, salvo que sean caja o equivalentes.

- Descripción del perfil de riesgo del fondo y de cualquier riesgo asociado a los activos en los que el fondo puede invertir o a las técnicas de inversión que se puedan emplear.
- Descripción del procedimiento de valoración y del sistema para la fijación del precio utilizado en la misma.
- Descripción de todas las comisiones, cargos y gastos y de la máxima cantidad de los mismos que puede ser directa o indirectamente soportada por los inversores.
- Descripción de cómo se calcula la remuneración de los gestores del fondo.
- Si está disponible, la experiencia financiera pasada del fondo.
- Los servicios de apoyo a las empresas, la inversión y otras actividades de soporte que los gestores del fondo contratan con terceros para facilitar el desarrollo, crecimiento u operaciones de inversión del fondo o, si estos servicios no se prestan, una explicación de este hecho.
- Una descripción de los procedimientos a seguir en el caso de que el fondo decida cambiar su estrategia o política de inversiones.

Los dos puntos específicos aplicables de forma exclusiva a los fondos de emprendimiento social, que se han mencionado anteriormente, son:

- Las metodologías que se aplicarán para medir el impacto social de los proyectos.
- El impacto social positivo que se busca con la política de inversiones del fondo, incluyendo, si es relevante, las proyecciones de tales resultados que puedan ser razonables y el desempeño pasado en este área.

En general, la Comisión Europea exige que toda esta información sea clara y no induzca a error y que esté actualizada y sea revisada periódicamente.

Es muy importante, y resulta tremendamente novedoso, que entre la información inicial y periódica del fondo que exige la Comisión Europea se haya incluido la medición del impacto social de las empresas sociales. De hecho, la Comisión da tal importancia al tema que ha publicado, simultáneamente a este borrador de Reglamento, un documento de trabajo de más de ochenta páginas sobre medición de impacto. En el mismo se indica que promover y mejorar la medición de impacto de las empresas sociales:

- Permitirá mejorar la comparabilidad de las propuestas de inversión.
- Mejorará las metodologías utilizadas para la medición.
- Supone un instrumento adecuado para maximizar unas efectivas oportunidades de captación de inversores para los fondos sociales.

Como se ha visto, la realización de este reglamento es el primer paso de la Comisión Europea para la promoción de los fondos europeos de inversión social y un paso más en la línea ya fijada de apoyo a las empresas sociales europeas como parte de la economía social y actores importantes en el marco del Estado de Bienestar. Estas iniciativas suponen un gran apoyo a los impulsores de las empresas sociales en Europa, por el impacto que están teniendo en la sensibilización de sus posibles inversores. En el caso español, el apoyo es incluso mayor, dado lo recientes que son la mayoría de las empresas sociales y lo incipientes que son los mecanismos de financiación privada, no puramente bancaria, existentes.

Frente a otros países europeos, el entorno de financiación de la empresa social en España es más complicado. No sólo es inferior el número de nuevas empresas sociales, dadas las debilidades en la promoción empresarial, sino también es menor el volumen de patrimonio gestionado de los fondos de capital riesgo. Esta realidad ha ralentizado y dificultado el despegue de los fondos de inversión y capital riesgo social españoles. Aun así, en los últimos años, desde la iniciativa privada se han lanzado varios proyectos piloto de financiación y asistencia técnica a las empresas sociales. La experiencia generada en

Frente a otros países europeos, el entorno de financiación de la empresa social en España es más complicado. No sólo es inferior el número de nuevas empresas sociales, dadas las debilidades en la promoción empresarial, sino también es menor el volumen de patrimonio gestionado de los fondos de capital riesgo. Esta realidad ha ralentizado y dificultado el despegue de los fondos de inversión y capital riesgo social españoles. Aun así, en los últimos años, desde la iniciativa privada se han lanzado varios proyectos piloto de financiación y asistencia técnica a las empresas sociales.

su desarrollo y las conclusiones obtenidas de sus resultados pueden ser muy útiles para apoyar las líneas en las que se está trabajando en la Comisión Europea de promoción de estos instrumentos financieros, ya que, de momento, en España no existe

ningún fondo de emprendimiento social supervisado por la CNMV, dadas las dificultades existentes para su financiación.

Conclusiones

Siendo las empresas sociales un 10% del total de empresas europeas y teniendo en cuenta el impacto de sus actuaciones en la creación de empleo sostenible e inclusivo, la Comisión Europea está haciendo un esfuerzo específico para facilitar su creación y desarrollo. Dentro de esta iniciativa de promoción del emprendimiento social, una de las prioridades es facilitar el acceso a la financiación de estas empresas sociales. Una mejor financiación permitirá incrementar el número de empresas creadas y promover su crecimiento. Todas estas políticas, importantes siempre, resultan incluso más prioritarias en el actual entorno económico europeo de recesión y fuerte destrucción de empleo en varios países.

Se esperaba que el camino ya recorrido por las actuales iniciativas de promoción de empresas sociales y la publicación del reglamento sobre los fondos europeos de emprendimiento social apoyaran un rápido despegue en España, pero no ha sido así. Por ello, en la actualidad en la Comisión Europea están analizando las dificultades encontradas y tratando de buscar herramientas de apoyo alternativas para movilizar este sector. ■

Cristina San Salvador

Deusto Business School, Universidad de Deusto

Importancia de la medición de impacto social

Cada vez se presta mayor importancia a la medición y gestión del impacto social generado por las organizaciones, sobre todo en aquéllas que en su misión prestan especial importancia al mismo. Entre las razones principales se encuentra la necesidad por parte de las organizaciones de comunicar y demostrar a sus partícipes sociales que efectivamente se está generando un impacto social en línea a su misión. Por otro lado, cada vez es más necesario avanzar en la evaluación del desempeño y en la mejora de la gestión y toma de decisiones relativas a las distintas actividades o programas que persiguen la generación de un impacto social (Pioneers Post, 2017).

De hecho, la cuestión de la medición de impacto social va más allá de las organizaciones tradicionales del Tercer Sector. La ampliación en el espectro de enfoques de inversión posibles ha introducido nuevos enfoques entre el enfoque de inversión tradicional, con su único foco en la rentabilidad y el riesgo, y la filantropía, únicamente con foco en lo social, a los cuales también les interesa enormemente avanzar en la medición de impacto social. Dichos enfoques van desde la inversión socialmente responsable, que busca retornos financieros competitivos, pero introduciendo ciertos parámetros ambientales, sociales y de gobierno corporativo (criterios ASG) con distintos enfoques, como la exclusión, la integración o la implicación; hasta la inversión de impacto, en la que se persigue un objetivo de impacto social concreto, además de un retorno financiero determinado (PRI, 2013). Como se señalaba, estos nuevos enfoques de inversión requieren avanzar en la medición de impacto social, sobre todo, en el caso de la inversión de impacto, en el que se persigue un objetivo de impacto social determinado.

Problemática respecto a la definición de impacto social y su proceso de medición

Existe una cierta controversia en la definición del término impacto social, no existiendo un consenso claro ni sobre su definición ni sobre, incluso, la denominación del término en sí, utilizándose muchas veces los términos impacto social, valor social o retorno social indistintamente. Las principales diferencias vienen fundamentalmente por el uso en su definición de distintas palabras como *output* (producto), *outcome* (resultado), *impact* (impacto) o *effect* (efecto).

A fin de tratar de homogeneizar el entendimiento del término Clark et al. (2004) propusieron la que se conoce como *impact value chain* (cadena de valor), que trata fundamentalmente de subrayar la diferencia entre producto y resultado. Dicha cadena supone determinar cómo, a partir de una serie de insumos (*inputs*) y actividades (*activities*), la organización es capaz de generar una serie de productos (*outputs*), resultados (*outcomes*) e impactos (*impacts*) en la sociedad.

- Los recursos serían todos aquellos recursos, humanos y de capital, invertidos en las actividades de la organización.
- Las actividades serían las actuaciones concretas, las tareas y el trabajo llevado a cabo por la organización para generar productos y resultados y alcanzar sus objetivos.
- Los productos serían los bienes y servicios tangibles que surgen como resultado de las actividades de la organización.
- Los resultados serían las transformaciones, beneficios, aprendizajes y otros efectos (tanto a corto como largo plazo) que derivan de las actividades de la organización.
- Los impactos hacen referencia a los efectos más a largo plazo y de mayor alcance atribuibles a las actividades de la organización.

1. Las referencias bibliográficas completas de los documentos citados figuran en la sección de «Para saber más».

A partir de dicha cadena de valor Clark et al. (2004) definen impacto como la parte de los resultados que

son generados por parte de una organización y que pueden ser atribuibles a la misma. Esto quiere decir que dichos resultados habrían ocurrido en cualquier caso gracias a la actividad de la organización, independientemente del resto de circunstancias, o lo que es lo mismo, que dichos resultados son realmente atribuibles a la actividad de la organización y no a otras circunstancias.

En cuanto al proceso a seguir en la medición del impacto social, se puede afirmar que actualmente existe un cierto consenso a nivel internacional. Sin embargo, no ocurre lo mismo en cuanto a la metodología concreta a emplear en las distintas fases de dicho proceso.

El proceso propuesto por la European Venture Philanthropy Association (EVPA, 2013) representa un marco general para la medición y gestión de impacto social, que luego se puede apoyar en sus distintas fases en diversas metodologías. El proceso mencionado propone los siguientes pasos: determinación de los objetivos de la organización, análisis de sus grupos de interés, elaboración de la teoría del cambio, verificación y valoración del impacto social generado y, finalmente, comunicación de los resultados.

Los pasos mencionados son los propuestos por el Estándar Europeo de Medición de Impacto acordado por la Comisión Europea en el año 2014 (GECES, 2014), que, en la línea de la EVPA, recalca que no es posible diseñar una serie cerrada de indicadores con un enfoque de arriba abajo y válido para todos los casos. Las razones que sustentan dicha afirmación son las siguientes:

- El impacto social de las distintas iniciativas sociales existentes es difícil de captar de forma uniforme y objetiva.
- Los indicadores cuantitativos son incompletos a la hora de captar los aspectos más cualitativos.
- El nivel de detalle y exactitud a alcanzar está correlacionado con el esfuerzo y recursos a dedicar, lo que se denomina criterio de proporcionalidad. Esta decisión debe depender del tamaño y objetivos de cada organización.
- La generalización de indicadores, aunque ayuda en la comparabilidad de organizaciones distintas, dificulta la utilidad de los mismos a la hora de la toma de decisiones y gestión de una organización concreta.

- El sector está desarrollándose en estos momentos y experimenta continuos cambios, dificultando el establecimiento de una norma única.

Finalmente, la EVPA mantiene una estrecha relación con Social Value International (SVI), otra red global europea que trata de potenciar la creación y medición del impacto social. En concreto dicha red, SVI, promueve la aplicación de siete principios en el proceso de medición de impacto social, que son (*The SROI Network*, 2012; SVI, 2015):

- La implicación de los partícipes sociales: se debe implicar a los partícipes sociales a la hora de determinar, medir y valorar el impacto social generado.
- El entendimiento de impacto como cambio: se debe entender y evaluar cómo se crean los cambios, tanto los positivos como los negativos y tanto los intencionados como los no intencionados.
- La importancia de la valoración de los distintos impactos: se debe tratar de valorar los resultados obtenidos, por ejemplo, mediante proxies financieros.
- La materialidad: se debe incluir únicamente la información material, que represente la imagen fiel del cambio creado y permita extraer conclusiones razonables para los distintos grupos de interés.
- La prudencia: no se debe sobreestimar el valor creado, sólo se debe reportar el valor generado por la organización, evitando incluir el que se hubiera generado en cualquier caso.
- La transparencia: todo el proceso debe ser explicado y documentado.
- La verificación externa o auditoría: es muy recomendable recurrir a una verificación externa o auditoría, dado el carácter subjetivo del proceso de medición de impacto social.

El marco de referencia en la medición de impacto social propuesto por la European Venture Philanthropy Association

Como ya se ha comentado, el proceso propuesto por la European Venture Philanthropy Association (EVPA, 2013) representa un marco general para la medición y gestión de impacto social, que luego se puede apoyar en sus distintas fases en diversas metodologías.

El proceso mencionado propone los siguientes pasos: determinación de los objetivos de la organización,



Fuente: EVPA.

análisis de sus grupos de interés, medición de resultados, impactos e indicadores, verificación y valoración del impacto social generado y finalmente, comunicación de los resultados.

La elaboración de la cadena de valor, que responde a los tres primeros pasos del proceso, supone determinar cómo, a partir de una serie de insumos (*inputs*) y actividades (*activities*), la organización es capaz de generar una serie de productos (*ouputs*), resultados (*outcomes*) e impactos (*impacts*) en la sociedad. Dichos productos, resultados e impactos se verifican y contrastan con los distintos grupos de interés, para finalmente pasar a tratar de valorarlos, ya sea vía monetización u otras metodologías.

Plan de trabajo del Proyecto Social		Resultados previstos del Proyecto Social		
1. Insumos	2. Actividades	3. Productos	4. Resultados	5. Impactos
Recursos humanos y de capital invertidos en la actividad	Actuaciones concretas del proyecto	Productos tangibles derivados de la actividad	Cambios fruto de la actividad	Resultados teniendo en cuenta lo que pudo haber sucedido sin la actividad, la acción de otros y resultados sobrevenidos
Recursos monetarios (€), número de personas, etc.	Desarrollo de proyectos, construcción de infraestructuras, etc.	Productos vendidos, número de personas que han recibido la información, etc.	Efectos sobre la población objetivo (p. ej. incremento en el acceso a la educación)	Grado en que los cambios pueden ser atribuidos a la actividad. Tener en cuenta otras alternativas (ej. aulas al aire libre)
50,000 € invertidos 5 personas trabajando en el proyecto	Terreno adquirido Escuela diseñada y construida	Construcción de una nueva escuela con 32 plazas	Número de niños que han mejorado su acceso a la educación: 3	Número de niños que han mejorado su acceso sin incluir aquellos que tenían alguna alternativa: 2

Fuente: desarrollado por EVPA basado en el *Double Bottom Line Project* de la Fundación Rockefeller.

A continuación se presentan con más detalle los distintos pasos del proceso:

Primer paso: determinación de los objetivos de la organización

En el primer paso, en relación a la determinación de objetivos, la guía de la EPVA propone diferenciar entre *Social Purpose Organization* (SPO), organización que tiene como fin un proyecto social propio, y *Venture Philantropy Organization* (VPO), inversor en proyectos sociales.

Las recomendaciones de la EVPA para desarrollar este punto desde el punto de vista de una SPO son:

- Definir el problema social que ocupa a la SPO (datos sector, problemática...).
- Definir actividades llevadas a cabo por la SPO.
- Determinar los insumos (infraestructura, personal, socios, financiación...).
- Realizar una primera aproximación a productos y resultados.

Las recomendaciones de la EVPA para desarrollar este punto desde el punto de vista de una VPO son:

- Explicitar los problemas sociales por los que se quiere apostar.

- Definir los objetivos de la VPO y ver la coherencia con los de las SPOs donde se va a invertir.
- Plantear una primera aproximación a resultados esperados.

Segundo paso: análisis de los grupos de interés

Las recomendaciones de la EVPA para desarrollar este punto son:

- No olvidar los objetivos señalados en el punto anterior.
- Identificar los grupos de interés, separando entre contribuyentes y beneficiarios, directos e indirectos.
- Seleccionar los grupos de interés más relevantes, atendiendo al criterio de proporcionalidad. Se debe seleccionar los distintos grupos en función de su contribución a los objetivos y la materialidad.
- Identificar el nivel de profundización alcanzado en cuanto a grupos y resultados planteados.

Tercer paso: medición de resultados, impactos e indicadores

La elaboración de la cadena de valor supone determinar cómo, a partir de una serie de recursos (*inputs*) y actividades (*activities*), la organización es capaz de generar una serie de productos (*ouputs*), resultados (*outcomes*) e impactos (*impacts*) en la sociedad.

- Los recursos serían todos aquellos recursos, humanos y de capital, invertidos en las actividades de la organización.
- Las actividades serían las actuaciones concretas, las tareas y el trabajo llevado a cabo por la organización para generar productos y resultados y alcanzar sus objetivos.
- Los productos serían los bienes y servicios tangibles que surgen como resultado de las actividades de la organización.
- Los resultados serían las transformaciones, beneficios, aprendizajes y otros efectos (tanto a corto como a largo plazo) que derivan de las actividades de la organización. El paso de productos a resultados puede ser directo si existe una teoría ya avalada

sobre dicha relación. En caso de que no sea así, el proceso suele ser más complejo.

- Los impactos hacen referencia a los efectos más a largo plazo y de mayor alcance atribuibles a las actividades de la organización.

El paso de resultados a impactos debe considerar cuatro efectos:

- Punto muerto: lo que habría pasado de todas formas.

- Atribución: lo que puede haber pasado por las actividades de otros agentes.

- Caída: la pérdida de importancia de los efectos de la intervención por el paso del tiempo.

- Desplazamiento: en qué medida los resultados han desplazado otras consecuencias igualmente positivas que hubieran podido suceder.

Dado que este último proceso no es sencillo en muchas ocasiones se suele abordar de forma cualitativa.

Cuarto paso: verificación y valoración

En este momento se debe implicar a los diferentes grupos de interés para verificar si se está produciendo o no un impacto positivo y en qué medida, viendo qué valor tiene. La verificación se puede realizar vía fuentes secundarias, análisis comparativo o entrevistas y grupos de discusión.

La valoración se puede realizar a nivel cualitativo, mediante historias de vida, encuestas de satisfacción, etc., o a nivel cuantitativo, mediante técnicas como la monetización, análisis coste-beneficio, etc.

Una de las metodologías más conocidas que se utiliza en la fase de valoración es la conocida como *Social Return on Investment* (Retorno Social de la Inversión). Dicha metodología destaca por su capacidad de asignar unos *proxies* financieros a los resultados sociales generados por una organización. De esta forma, se puede llegar a determinar el valor social de un proyecto en una moneda determinada, que se puede comparar respecto a los costes que dicho proyecto supone, permiti-

tiendo objetivar y comparar proyectos. En cualquier caso, debe hacerse notar que la moneda es únicamente la unidad de medida y lo realmente importante es el concepto de valor. Se suele decir que, igual que una valoración de una compañía es mucho más que la cifra de compra-venta de la misma, ya que detrás se encuentra el plan de negocio, la historia de la compañía, su equipo de trabajo, etc., en el caso del SROI, además del ratio, es importante conocer la teoría del cambio que hay detrás (The SROI Network, 2012).

Quinto paso: seguimiento y presentación de resultados

Finalmente, la organización, ya sea SPO o VPO, debe realizar un seguimiento y un proceso de mejora continuo de la medición y gestión de su impacto, además de poner en valor sus resultados vía presentación de los mismos.

Principales retos en el proceso de medición de impacto social

Como el lector habrá podido comprobar hasta el momento, el proceso de medición de impacto social es un proceso complejo, que presenta retos relevantes. A continuación se destacan dos de los más importantes.

En primer lugar, cabe destacar que se trata de un proceso complejo y subjetivo, que conlleva una serie de recursos en forma de tiempo y dinero.

Por otro lado, es cierto que los proyectos sociales cada vez prestan más importancia a la medición de su impacto social, muchas veces presionados por parte del inversor (Arvidson & Lyon, 2014). Sin embargo, la medición de impacto social para el inversor que invierte en proyectos sociales también presenta retos relevantes. En primer lugar, en muchas ocasiones los proyectos sociales no tienen recursos o procesos suficientes para determinar su impacto social. Por otro lado, cabe destacar un reto importante en el caso de que la inversión no provenga de un único inversor, sino de varios, que es la determinación de la atribución del impacto generado por el proyecto social para el inversor (Hornsby & Blumberg, 2013). ■

Jorge Berezo
Oikocredit Euskadi

Es ciertamente curioso que se elija una organización que inició su actividad en 1975 para mostrar un ejemplo de inversión de impacto. Curioso porque «inversión de impacto» es un término relativamente nuevo. La necesidad de dotar de una seña de identidad específica a este tipo de inversiones en las que el impacto social y/o medioambiental se sitúa al menos en el mismo plano que la rentabilidad económica —cuando no por encima de ella— parece surgir hace muy pocos años. La proliferación de oportunidades de inversión socialmente responsable ha hecho necesario diferenciar este segmento para que inversores que priorizan el impacto social y ambiental puedan ahora reconocer con más facilidad las iniciativas que se ajustan a sus intereses y motivaciones. Pero proyectos en los que invertir con alto impacto social y ambiental ya existían mucho antes. Oikocredit es uno de ellos.

Un vistazo a Oikocredit

Oikocredit surge en los años 70, en un contexto en que activistas luchaban contra las inversiones en empresas que colaboraban con el régimen del *apartheid* en Sudáfrica o con la venta de armas para la guerra en Vietnam. Las iglesias protestantes se propusieron en ese momento crear una organización que no sólo evitase invertir en esos destinos, sino que maximizase el impacto social de las inversiones. Pura inversión de impacto.

El proceso de creación duró siete largos años hasta que en 1975 vio la luz una cooperativa internacional con sede en Holanda cuya finalidad era invertir en proyectos en el Sur empobrecido que mejorasen las condiciones de vida de las personas que viven en pobreza en esas zonas del planeta. La rentabilidad financiera se situaba en un segundo plano, pero buscando al menos un rendimiento económico mínimo que no desincentivase en demasía la llegada de fondos.

El proyecto despegó con más fuerza cuando muy poco después no sólo las iglesias, sino también las personas, tuvieron la oportunidad de invertir en Oikocredit. Surgen en Europa numerosas Asociaciones de Apoyo que canalizan la inversión de particulares. Hoy día más de 54.000 personas y organizaciones invierten en Oikocredit. Existen tres Asociaciones de Apoyo en España, con más de 1.000 socios inversores.

La clave, tanto en 1975 como hoy, reside en buscar inversores con una fuerte conciencia social dispuestos a asumir riesgo y sacrificar una parte de la rentabilidad. Pero quizá más importante aún es encontrar esos proyectos donde destinar los fondos. No parece sencillo encontrar suficientes organizaciones que ayuden con firmeza a reducir las pobrezas en África, Latinoamérica y Asia y que tengan proyectos económicamente viables que necesiten préstamo. Los dos primeros proyectos que financió Oikocredit fueron viviendas para el personal de un hospital en Vellore (India) y el Fondo Ecuatoriano Populorum Progressio. Pero pronto se vio que había dos sectores en los que surgían con fuerza proyectos con necesidad de financiación: las cooperativas agrícolas y las organizaciones microfinancieras.

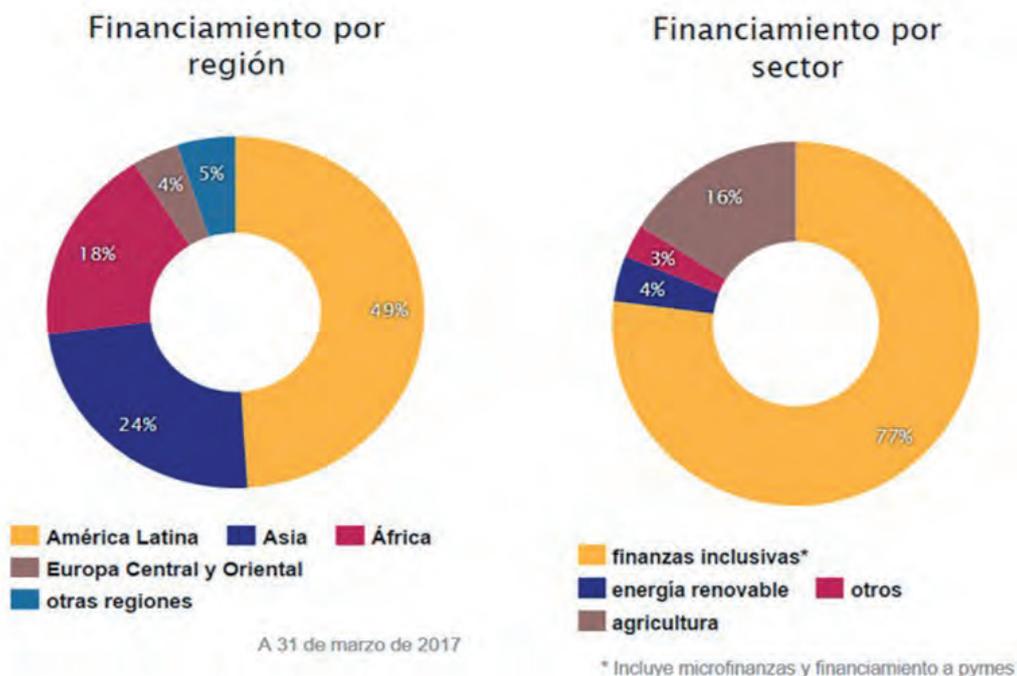
Hoy en día Oikocredit tiene más de 1.200 millones de euros en activos, de los cuales aproximadamente 1.050 millones están desembolsados en proyectos. El resto se mantiene en cuentas y bonos para mantener la liquidez mínima imprescindible. Lograr colocar en proyectos una fracción tan elevada de los fondos disponibles es el resultado de haber creado una extensa red de oficinas en los países del Sur, dotadas con personal local con una buena red de contactos en el mundo cooperativo y en el sector de las microfinanzas, y con las capacidades técnicas necesarias para la operativa financiera.

Las microfinanzas representan hoy aproximadamente las tres cuartas partes de la cartera de financiación de Oikocredit. La inversión en proyectos agrícolas suma

más del 15% de la cartera y el resto se divide en otros sectores, con presencia creciente de los proyectos de

energías renovables, ya que desde 2015 Oikocredit busca diversificarse también hacia ese sector.

Cuadro 1: Distribución regional y sectorial de la cartera de Oikocredit (a 30/06/2017)



Oikocredit no limita los sectores en los que invierte, pero sí está especializado en microfinanzas, agricultura y energías renovables. Entre los criterios de inversión simplemente se exige que el proyecto beneficie a personas desfavorecidas, ayudándolas a mejorar sus ingresos o disponer de un empleo, y estos proyectos se pueden producir en sanidad, educación, producción industrial... pero principalmente en los tres sectores ya citados.

Además del criterio fundamental de impacto social sobre personas en dificultad, Oikocredit prioriza aquellos proyectos que dan protagonismo a la mujer, cuando las mujeres tienen una posición influyente en la dirección del proyecto. También se favorecen los proyectos que respetan el medioambiente y el bienestar animal. Obviamente, los proyectos deben superar el análisis de viabilidad económico-financiera y, no menos importante, debe existir una necesidad clara de inversión de capital extranjero, para no cercenar el desarrollo endógeno de los países.

La concesión de préstamo no es la única vía de financiación que ofrece Oikocredit. Más del 10% de su cartera son inversiones en capital social de organizaciones que cumplen con los criterios antes citados. En este tipo de inversiones Oikocredit busca una po-

sición minoritaria, entre el 15% y el 35% del capital en organizaciones con alto potencial de crecimiento y una excelente estructura de gobierno interno.

En cuanto a la distribución geográfica, Latinoamérica es la región donde Oikocredit está más presente. En los últimos años, la apuesta por África se refleja en un porcentaje actual cercano al 20% de la cartera, en detrimento de Europa Central y Oriental. En total se apoyan más de 800 organizaciones en cerca de 70 países.

El predominio de las microfinanzas

No se puede entender el crecimiento de Oikocredit sin mencionar el auge de las microfinanzas, particularmente desde los años 80. La fuerte presencia de los proyectos de microfinanzas en la cartera de inversión hace que se considere a Oikocredit un Vehículo de Inversión Microfinanciera (VIM).¹ De hecho, es uno de los mayores inversores privados en microfinanzas a nivel mundial y, sin duda, el más longevo.

1. MIV, *Microfinance Investment Vehicles*, por sus siglas en inglés.

Las microfinanzas son un destino de inversión citado muy profusamente entre las oportunidades de inversión de impacto. Ello es debido a un espectacular desarrollo en las últimas décadas por la escasez de servicios financieros para los segmentos empobrecidos de la población en países del Sur, haciendo que proliferasen los prestamistas locales que ofrecían crédito en condiciones muy gravosas. Las personas en pobreza encuentran grandes barreras de acceso a los intermediarios bancarios convencionales.

No existen estadísticas fiables del tamaño del sector microfinanciero en todo el mundo, pero se estima que hay decenas de miles de organizaciones que ofrecen servicios a cientos de millones de personas. Oikocredit ha podido crecer acompañando en su crecimiento a este sector, sin perder de vista su orientación social.

Algunas de esas instituciones microfinancieras² han crecido y madurado hasta el punto de ser susceptibles de crédito e inversión incluso desde fuentes convencionales. En este pequeño segmento se concentra la mayor parte de la cartera de los Vehículos de Inversión Microfinanciera. Oikocredit sigue otra estrategia. Su cartera de microfinanzas está muy diversificada entre organizaciones de distintos tamaños y grado de madurez. Algunas de ellas sí se encuentran en esos tramos «superiores», en no pocos casos porque Oikocredit las ha acompañado en su crecimiento desde que eran organizaciones prometedoras; pero muchas de ellas son organizaciones jóvenes y pequeñas. De hecho, el tamaño medio del préstamo de Oikocredit es inferior al de la mayoría de VIM. Busca también apoyar organizaciones en entornos rurales que suelen ser pequeñas, porque la dispersión poblacional no facilita que las microfinancieras alcancen cantidades importantes de clientes y, por ende, de volumen prestado, como sí ocurre en las zonas urbanas y periurbanas.³

Más sectores: agricultura, energías renovables

A pesar de que las microfinanzas ofrecen un campo de inversión suficientemente amplio, Oikocredit no tiene como misión invertir en microfinanzas, sino en aquellos proyectos que generen el mayor impacto positivo posible. De hecho, los proyectos que nos emocionan más son los proyectos agrícolas. La mejora en las condiciones de vida de agricultores y sus familias es muy visible cuando se organizan en cooperativas y ganan poder en la cadena de valor de cultivo, procesamiento y distribución de café, banano, arroz, maíz, caña de azúcar, cacao... Y esa mejora de la posición en la cadena de valor pasa muchas veces por el crecimiento, la inversión en almacenes, la recuperación de tierras, el procesamiento de los productos, la mejora de cultivos, la protección contra la fluctuación de precios... que necesitan acceso a crédito o capital externo.

Invertir en agricultura es complejo y entraña riesgos. No se trata de un modelo de negocio uniforme y cuasi-estándar, como pueden ser las microfinanzas. Cada cultivo, cada país, cada cadena de valor es diferente. Y la estructuración y gobernanza de las organizaciones campesinas también son complejas y, en no pocas ocasiones, débiles. Oikocredit ha invertido en agricultura desde su creación y en los últimos años ha puesto en marcha una «unidad agrícola» para extender el conocimiento sobre los múltiples negocios agrícolas a toda la red de oficinas de Oikocredit, porque en la estrategia de Oikocredit está reducir su peso relativo en microfinanzas y aumentarlo en proyectos agrícolas.

Entre los proyectos agrícolas tienen gran presencia los vinculados al Comercio Justo y la producción orgánica (ecológica). A 30 de junio de 2017, Oikocredit apoyaba 63 organizaciones de Comercio Justo y 51 proyectos de producción agrícola ecológica.

Otro sector emergente para Oikocredit son las energías renovables. En 2015 se inició la apuesta por este tipo de proyectos. La apuesta por este sector tiene un doble objetivo. El primero es aprovechar una oportunidad de inversión que ayuda a mejorar el acceso a la energía de comunidades desabastecidas y que reduce las emisiones de CO₂, ayudando a mitigar el calentamiento global. La segunda razón es diversificar la cartera de Oikocredit, añadiendo un tercer sector y reduciendo la exposición en microfinanzas.

2. MFI, *Microfinance Institution*, por sus siglas en inglés.

3. Estas afirmaciones se basan en datos recabados por Oikocredit en un ejercicio de benchmark realizado en 2016 y se ven plenamente refrendadas por los datos que muestra el informe Symbiotics MIV Survey 2016: <http://symbioticsgroup.com/wp-content/uploads/2016/09/Symbiotics-2016-MIV-Survey-Report.pdf> (descargado en julio de 2017).

La andadura de Oikocredit en este sector se inició financiando algunas infraestructuras de tamaño grande (parques solares, centrales hidráulicas...), acompañando a otros financiadores más establecidos en este campo, pero evitando proyectos potencialmente controvertidos por sus daños en cauces o entornos naturales. A partir de ahí, ha ido desarrollando su propio enfoque para apoyar dos tipos de proyectos más acordes con el espíritu de Oikocredit. Por una parte, se financian pequeñas infraestructuras de generación eléctrica distribuida —eólica, solar, biogás— y, por otra, se apoyan empresas que producen y distribuyen kits de generación solar para autoconsumo en viviendas y que proporcionan una fuente de energía más barata y fiable a muchas familias en zonas sin acceso a red eléctrica.

El estilo Oikocredit

Oikocredit es una organización francamente atípica en el mundo financiero. Para empezar, es una cooperativa en la que participan muy activamente sus más de 500 miembros directos⁴ y los 54.000 inversores que en su mayoría son a su vez miembros de las 30 asociaciones de apoyo a Oikocredit en varios países. Es una organización de la sociedad civil en manos de personas y organizaciones con una fuerte vocación social. La mayoría de los Vehículos de Inversión en Microfinanzas se dirigen a inversores institucionales o inversores del sector público, que suelen exigir rentabilidades más altas y tienen mayor aversión al riesgo. Por el contrario, la base de inversores de Oikocredit está formada por personas que invierten a partir de 200 € y con una inversión media de alrededor entre 10.000 € y 15.000 €, mucho más interesadas en que su dinero tenga un gran impacto social que por la rentabilidad económica que les produce.

Esto permite a Oikocredit tener una organización y un modelo de negocio orientado al impacto y al servicio a los proyectos apoyados. Hay muchos elementos que lo demuestran. Un ejemplo claro es la extensa red de oficinas que Oikocredit tiene en países del Sur

dotadas con personal nativo, para que la financiación se dé desde el Sur y para el Sur. Otros ejemplos son la preferencia por financiar cooperativas y la financiación a largo plazo incluso en entornos de riesgo. Pero quizá las peculiaridades más notorias sean, por un lado, la concesión de préstamo en moneda local y bajo legislación local y, por otro, la existencia de un fondo para proporcionar asistencia técnica gratuita a los proyectos financiables y que se dota en buena parte a partir de los beneficios de Oikocredit.

¿Qué obtienen los inversores en Oikocredit?

A estas alturas, huelga decir que las personas y organizaciones que invierten en Oikocredit obtienen un elevado «retorno social» de su inversión. Y que pueden también ser partícipes del proyecto ayudando a construirlo y haciendo valer su voz y su voto. Pero invertir en Oikocredit no está reservado a idealistas y personas que estén dispuestas a perder una parte de sus ahorros, sino todo lo contrario.

Al invertir en Oikocredit, las personas adquieren capital social (acciones) de la cooperativa Oikocredit Internacional. Lo hacen indirectamente, a través de las asociaciones de apoyo, pero con las mismas condiciones de rentabilidad, liquidez y riesgo que tienen las propias acciones de Oikocredit. Al ser una inversión en capital social, su valor puede fluctuar, si bien la política de Oikocredit es no modificar el valor nominal (valor de compra y venta) y velar para que su valor estimado contable (valor teórico en el caso de disolución de la cooperativa) sea superior pero muy cercano al valor nominal. Esto ha permitido que, desde su creación en 1975, todos los inversores que han solicitado recuperar su inversión lo hayan hecho a su valor nominal. En esos casos, Oikocredit compra las acciones, habitualmente en un periodo inferior a dos semanas.

Además, Oikocredit ofrece un dividendo modesto anualmente, que ha sido del 2% desde 1989, excepto en los años 1998/99, que fue del 1% por causa de la crisis financiera en algunos países de Asia. Este dividendo no pretende competir con el rendimiento de otras oportunidades de inversión que existen en el mercado ni varía en función del contexto de tipos de interés. Simplemente pretende que lo invertido no se devalúe por el efecto de la inflación.

4. Pueden ser socios de Oikocredit organizaciones eclesiales, las asociaciones de apoyo, organizaciones que hayan recibido préstamo de Oikocredit y otras organizaciones invitadas expresamente a ello. Las 30 asociaciones de apoyo son los miembros más activos de la cooperativa y representan a la mayoría de los 54.000 inversores de Oikocredit, que son a la vez socios de estas asociaciones.

Asegurar y medir el impacto social

Ya hemos visto en otros artículos de este dossier que la medición del impacto es un tema crucial para cualquier iniciativa de inversión de impacto. Hemos visto también las dificultades para generar métricas comparables.

En este ámbito de la medición del impacto, las microfinanzas llevan varios cuerpos de ventaja al resto de sectores por razones fácilmente comprensibles: el tamaño del sector y la uniformidad del mismo. Las microfinancieras miden frecuentemente su alcance (nº de clientes) y penetración (% de clientes por debajo de un determinado umbral de pobreza) y reportan a la plataforma Mix Market,⁵ que constituye una extensísima base de datos para la comparación del desempeño financiero y social de las microfinancieras. Más allá del simple alcance o penetración, se está extendiendo el uso de metodologías para medir no sólo a cuántas personas llegan las microfinanzas, sino en qué medida los clientes de microfinanzas tienen mejoras en sus condiciones de vida a consecuencia del acceso a servicios financieros, principalmente microcrédito. La metodología PPI⁶ es la referencia en este campo. Y la investigación y medición no se detiene ahí, porque los programas de microfinanzas fueron los primeros instrumentos en el ámbito del desarrollo sometidos a Ensayos Aleatorios de Control⁷ para investigar los efectos reales de estos programas en el progreso de una determinada comunidad.

Oikocredit es una organización pionera en la gestión del desempeño social⁸ y, por ende, en la evaluación del impacto, aunque no se limite únicamente a operar en microfinanzas. Oikocredit aborda la gestión del desempeño social en tres ámbitos, que se recogen sucintamente en el siguiente listado.

1. Seleccionar los proyectos adecuados:
 - Uso de criterios ambientales, sociales y de gobernanza en la selección de proyectos (ESG ScoreCard).
 - Recogida de Indicadores de desempeño social de los proyectos, diferentes en función de su sector.
2. Ayudar a los proyectos apoyados a medir y mejorar su impacto:
 - Fuerte impulso del uso de la metodología PPI.
 - Apoyo en el uso de los Indicadores de Desempeño Social de Cerise.
 - Exigencia de adhesión y cumplimiento de los Principios de Protección de Clientes de la Smart Campaign y los requisitos de transparencia de precios de MF transparency.
3. Medir la propia actuación:
 - Indicadores de desempeño social y ambiental a partir de los datos recogidos de los proyectos apoyados.
 - Uso de la metodología Cerise de evaluación y mejora del desempeño social.

Cuadro 2: Principales indicadores de desempeño social y ambiental (a 31/12/2016)

Indicadores de desempeño social	2016	2015	2014	2013	2012
Clientes servidos por proyectos de microfinanzas	40 millones	46 millones	37 millones	28 millones	28 millones
Clientes servidos con los fondos de Oikocredit ¹	5,6 millones	5,9 millones	1,5 millones	2,8 millones	1,7 millones
% de clientes de microfinanzas que son mujeres	84%	86%	86%	81%	84%
% de clientes de microfinanzas en zonas rurales	48%	51%	50%	47%	56%
% de proyectos de microfinanzas con política de género	51%	52%	50%	50%	42%
Número de empresas sociales	265	265	256	249	271
Número de proyectos «verdes»	98	107	105	101	98
Número de cooperativas	214	235	240	262	272
Personas empleadas por empresas sociales	53.600 ² (36.200 fijos)	53.000 ² (34.820 fijos)	124.078 (106.052 fijos)	46.607 (31.144 fijos)	37.438 (20.556 fijos)
N.º de agricultores alcanzados	566.046	373.693	325.63	315.408 ³	286.061
% de empresas sociales con política medioambiental	82%	73%	73%	70%	72%

1. Calculado multiplicando el número de clientes total de los proyectos de microfinanzas por el porcentaje que los fondos de Oikocredit representan en el total de cartera de préstamo de cada microfinanciera.

2. Excluyendo los carreteros de BWDA incluidos en 2014.

3. Excluyendo datos de dos organizaciones.

5. Mix Market: <http://www.mixmarket.org>

6. Progress out of Poverty Index: <http://www.progressoutofpoverty.org>

7. En inglés, RCT, *Randomized Control Trials*. El *Abdul Latif Jameel Poverty Action Lab* del MIT es la referencia en este campo: <https://www.povertyactionlab.org/es/evaluaciones>

8. Oikocredit edita anualmente un informe de desempeño social y ambiental: <http://www.oikocredit.es/es/publicaciones/informes-de-desempeno-social>

Entre todos estos datos e iniciativas, merece la pena una especial atención al esfuerzo por medir la evolución de los clientes de microfinanzas, usando la metodología PPI. Oikocredit ha colaborado con muchas de las organizaciones que apoya, ofreciéndolas asistencia técnica para implantar esta herramienta. El resultado es que se ha aplicado a más de seis millones de clientes de 83 microfinancieras, de los que el 45,9% estaba por debajo de la línea de pobreza de 2 dólares al día. Oikocredit está utilizando este gran volumen de datos para aprender qué factores tienen más influencia en la mejora de las condiciones de vida de las personas en pobreza que acceden a servicios de microfinanzas.

Y mucho por hacer

Una trayectoria tan larga y fructífera es motivo de satisfacción, pero no de autocomplacencia. En los próximos años seguirá siendo necesario poner financiación al alcance de muchos proyectos de desarrollo en regiones empobrecidas del mundo. Hay muchos retos por delante a los que hacer frente.

El contexto actual de bajos tipos de interés también es un desafío, porque está reduciendo los márgenes de todos los intermediarios financieros. Asegurar la sostenibilidad de Oikocredit pasa por acentuar la eficiencia, sin perder sus elementos distintivos y su fuerte orientación social. Esa sostenibilidad pasa indefectiblemente por una sensata gestión de riesgos y por equilibrar la diversificación regional, sectorial y por producto (préstamo *vs.* *equity*).

África es y seguirá siendo uno de esos retos. Ya representa un 18% de la cartera, muy por encima de lo habitual entre MIVs, pero en ella se concentran grandes bolsas de pobreza a las que no podemos dar la espalda. Otra vía de avance en los próximos años será continuar creciendo en el apoyo a la agricultura, para acentuar el impacto en las zonas rurales y lograr avances en seguridad y soberanía alimentaria.

El contexto actual de bajos tipos de interés también es un desafío, porque está reduciendo los márgenes de todos los intermediarios financieros. Asegurar la sostenibilidad de Oikocredit pasa por acentuar la eficiencia, sin perder sus elementos distintivos y su fuerte orientación social. Esa sostenibilidad pasa indefectiblemente por una sensata gestión de riesgos y por equilibrar la diversificación regional, sectorial y por producto (préstamo *vs.* *equity*).

Pero, sin duda, el reto fundamental seguirá siendo identificar proyectos viables y con efecto positivo en poblaciones vulnerables, mientras seguimos atrayendo a inversores que confían en Oikocredit para que sus ahorros tengan el mayor impacto posible en mejorar la vida de muchas personas. ■

Alessandro Celoni

Responsable de Desarrollo de Fiare Banca Etica

1. Introducción

El proceso de **evaluación socio-ambiental (ESA)** ha caracterizado la actividad de Fiare Banca Etica desde el principio. El procedimiento se encuentra en un proceso continuo de mejora que todavía no se ha acabado. Es un proceso único de elaboración colectiva y de participación de los socios del banco. La participación de los socios en la elaboración de los criterios de la ESA, y en todo el proceso de evaluación del impacto social y medioambiental de un proyecto financiado, es una característica única de Banca Etica y cumple el principio cooperativo clave de la **gestión democrática por parte de las personas socias**.

En Banca Etica y en Fiare Banca Etica este principio se cumple no sólo con el voto en asamblea, sino con la participación de las personas socias voluntarias en los diferentes ámbitos de la actividad del banco, incluyendo su involucración en el proceso de la concesión del crédito, el más delicado, complejo e importante de un banco.

Nunca hay que olvidarse de que Banca Etica es, en Italia y en España, una cooperativa y promueve y actúa bajo los principios cooperativos. La participación de los socios se organiza en **Grupos de Iniciativa Territorial (GIT)**, que en España son 20. Cada GIT tiene su **Comisión de evaluación ético-social**, en la que se realiza únicamente la evaluación relativa a cuestiones éticas, sociales y medioambientales.

Fiare Banca Etica adopta en España un proceso diferente que en Italia, pero respetando siempre los criterios y valores de la ESA y de la política del crédito que Banca Etica ha elaborado a lo largo de su historia.

La evaluación ético-social tiene como objetivo evaluar el perfil de responsabilidad ética, social y ambiental de las solicitudes de financiación y el nivel de conocimiento y cercanía de la entidad solicitante con los valores promovidos por Banca Etica, desde la óptica de:

- evitar los **riesgos de reputación** derivados de comportamientos practicados por los clientes, contrarios a los valores de las finanzas éticas y de los principios de la economía social y solidaria,
- promover y reforzar la **cultura de la responsabilidad ética, social y ambiental** en las organizaciones que entran en contacto con Fiare Banca Etica.

La ESA tiene un período de validez de dos años.

En el proceso de la evaluación hay tres documentos fundamentales que se corresponden con tres momentos clave del proceso:

- **Cuestionario Socio-Ambiental (CSA)**
Es una parte de la solicitud que debe presentar la persona/entidad solicitante y recoge información sobre algunos criterios/indicadores afines a los principios y valores de Fiare Banca Etica. Se compone de una serie de **preguntas e indicadores** dirigidas a recoger información básica sobre la responsabilidad social y ambiental de la entidad y del proyecto solicitante. Tiene el doble propósito de hacer reflexionar a la entidad sobre algunos aspectos de valor que Banca Etica considera fundamentales y apoyar el proceso de evaluación ético-social de la solicitud.
- **Evaluación Socio-Ambiental (ESA)**
Es el informe que recoge el dictamen y el informe (favorable o desfavorable) de la Comisión de evaluación ético-social, así como toda la información surgida en el proceso de la evaluación. La Comisión de evaluación ético-social es responsable de firmar y hacer llegar al personal de la oficina este documento, con un resultado claro de la evaluación, indicando si la solicitud ha sido aceptada o rechazada.
- **Extracto de la Evaluación Socio-Ambiental para el Solicitante (ESA-S)**
Es una ficha que recoge una síntesis de la evaluación socio-ambiental realizada que la persona que

ha supervisado la instrucción del caso facilitará a la persona/entidad solicitante, informándola de la resolución y comunicándole cualquier observación de carácter socio-ambiental contenida en el informe.

Los resultados del análisis socio-ambiental completan e integran los resultados del análisis económico-financiero y patrimonial, dando lugar a una **evaluación integral** en la cual el resultado final del mérito crediticio surge de la síntesis de todos los elementos evaluados.

2. Criterios generales del crédito

Sectores de intervención

El documento de «Política del crédito» de Fiare Banca Etica define los «**ámbitos de financiación / intervención privilegiada**» que orientan todo el proceso del crédito.

Los ámbitos de intervención privilegiada son los siguientes:

- **Sistema de bienestar social:** servicios socio-sanitarios, vivienda social, microcrédito social, etc.
- **Eficiencia energética y energías renovables:** aislamiento de inmuebles, cogeneración, energía solar térmica, solar fotovoltaica, eólica, hidroeléctrica, etc.
- **Medio ambiente:** gestión de residuos, reciclado de materias primas, producciones eco-compatibles, etc.
- **Agricultura de proximidad:** producción y comercialización de productos orgánicos (ecológicos); fomento de canales cortos de comercialización, grupos de consumo y procesos de soberanía alimentaria.
- **Cooperación internacional:** cooperación al desarrollo reconocida por el Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación y/o por instituciones supranacionales, de microfinanzas, de finanzas éticas y solidarias.
- **Animación sociocultural:** educación, cultura, deporte, centros juveniles, etc.
- **Comercio justo y solidario:** entidades que trabajen desde España.
- **Empresas sociales y responsables:** actividades empresariales que contemplen también la inclusión de criterios sociales, solidarios y ambientales (Responsabilidad Social Corporativa-RSC), superando la dicotomía «*profit/non profit*» y privilegiando el

concepto de «beneficio social para la comunidad social».

- **Crédito a la persona:** necesidades financieras primarias (vivienda habitual, medios de transporte, educación, gastos médicos, etc.).

Actividades no financiables

El conjunto de valores adoptados por Fiare Banca Etica no permiten financiar todas aquellas actividades económicas que obstaculicen, incluso de forma indirecta, el desarrollo humano y contribuyan a violar los derechos fundamentales de la persona. Es condición necesaria para solicitar una financiación a Fiare Banca Etica, no estar implicado en actividades que supongan:

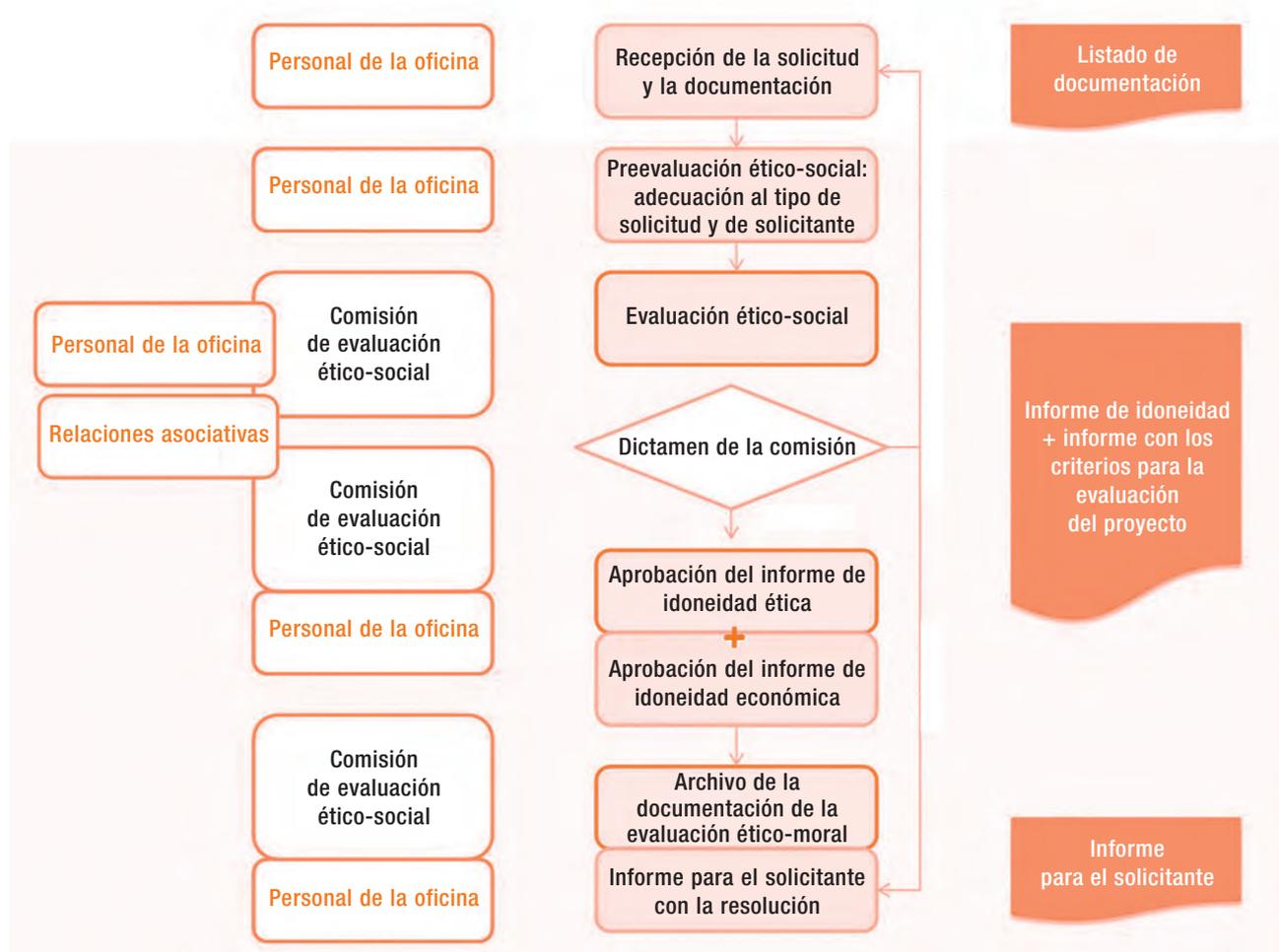
- **Producción y comercialización de armas.**
- Evidente **impacto negativo en el medio ambiente.**
- Uso y desarrollo de **fuentes energéticas y de tecnologías peligrosas** para el ser humano y el medio ambiente.
- Explotación laboral infantil, violación de los derechos humanos, falta de respeto de las garantías contractuales.
- Actividades de investigación en campos científicos que lleven a cabo **experimentos en sujetos débiles o no tutelados o en animales.**
- **Cría intensiva de animales** que no respete los criterios previstos por los estándares de la certificación ecológica.
- Exclusión/marginación de minorías o de determinadas categorías de la población.
- **Relación directa con regímenes que notoriamente no respetan los derechos humanos y/o sean gravemente responsables de la destrucción del medio ambiente.**
- **Mercantilización del sexo.**
- **Juegos de azar.**

3. Los pasos del proceso de la evaluación socio ambiental

El proceso de la ESA se divide en cuatro pasos, resumidos en el siguiente esquema, que evidencia la interrelación y colaboración entre la estructura profesional del banco, las personas socias voluntarias y los/as clientes/as.

PASO 1.º: recepción de la documentación

La documentación necesaria para el análisis de la solicitud es recogida por el personal de Fiare Banca Etica. De manera específica, la información que se



precisa para evaluar la adecuación ético-social de la operación es la siguiente:

- 1. Cuestionario Socio Ambiental (CSA)**, que debe ser devuelto en formato carta, sellado y firmado.
- 2. Memoria de la entidad y del proyecto**, donde se especifiquen con claridad los aspectos relacionados con los criterios que tendrá en cuenta la comisión de evaluación ético social para evaluar la solicitud. Se valoran aspectos relacionados con la propia actividad, transparencia, democracia y participación, incidencia del proyecto, compromiso con el entorno y pertenencia a redes.
- 3. Carta Motivación Fiare**, donde se exprese los motivos que le han llevado a la persona/entidad a optar por FIARE como entidad a la que solicitar financiación.
- 4. Aval Red Fiare**, evidente en el caso de que sea una entidad socia de FIARE o que, no siéndolo, cuenta con el apoyo de una de ellas.
- 5. Otros avales sociales** que permitan a la comisión de evaluación ético-social valorar su pertenencia a distintas redes sociales relacionadas con la propia actividad/proyecto.

PASO 2.º: pre-evaluación socio-ambiental

El personal de la oficina realiza una primera evaluación de la previsible adecuación tanto del tipo de solicitante como del tipo de solicitud, basándose en los siguientes aspectos:

- Análisis de la documentación.
- Adecuación de la persona solicitante y de la tipología de operación.
- Examen preliminar de la viabilidad económico financiera.

El resultado de esa pre-evaluación se traslada en un apartado específico del documento sobre la evaluación socio-ambiental.

PASO 3.º: evaluación socio-ambiental

Una vez realizada la pre-evaluación, la documentación es remitida a la comisión, que valida la adecuación del tipo de solicitante y de operación y realiza la evaluación socio-ambiental.

La comisión de evaluación ético-social valora cada uno de los criterios de evaluación a partir de la información aportada por el solicitante.

En cada comisión de evaluación ético-social, *un evaluador ético-social se hará responsable de la solicitud, comprometiéndose a realizar la correspondiente visita al solicitante y a realizar el correspondiente informe, para su deliberación con el resto de la comisión de valoración ético social.*

La comisión también puede incorporar criterios cualitativos aportados por el personal de la oficina.

No es preciso que la evaluación de la entidad y del proyecto tengan un informe favorable en cada uno de los criterios contemplados en esta guía.

PASO 4.º: final del proceso de evaluación socio-ambiental

La ESA se devuelve al personal de Fiare Banca Etica, que procede acorde al procedimiento final para las solicitudes, según sea el caso de cada una de ellas (aceptada o rechazada).

Si el informe de la evaluación socio-ambiental es negativo, la comisión puede solicitar información adicional o rechazar definitivamente la operación.

A pesar de que la decisión de conceder o no la línea de crédito depende del órgano deliberativo competente, en **caso de conflicto o resolución negativa**, el director de la oficina podrá interpelar al Fórum de Área o al Comité Ético del banco para solicitar su opinión.

4. Criterios de evaluación

La ESA analiza 8 criterios:

1. Motivación Fiare

¿Qué tipo de identificación tiene con Fiare Banca Etica?

- Necesidades económicas para desarrollar su proyecto.
- Exclusión financiera (la entidad no tiene acceso al crédito en los bancos tradicionales).
- Identificación con los principios y valores de Fiare Banca Etica.
- Entidad socia de Fiare Banca Etica.

2. Pertenencia a redes

- Relación con ámbitos promovidos por la economía solidaria o participación en iniciativas con implicaciones positivas de carácter económico (redes de distribución del mercado social, financiación

alternativa, banca ética, comercio justo, cláusulas sociales, empresas de inserción...) y social (equilibrio Norte-Sur, inclusión social, desarrollo local...).

- Relaciones con otras entidades sociales.
- Colaboración con otras entidades en proyectos conjuntos.
- Promoción de iniciativas comunes con otras entidades.
- Participación con otras entidades en eventos, proyectos o en causas comunes.
- Iniciativas de incidencia política significativa en el entorno.

3. Actividad

- El carácter del proyecto para el cual se solicita financiación (utilidad social, transformador, innovador, etc.).
- La experiencia previa de la entidad en proyectos similares.
- La creación de empleo que promueve el desarrollo del proyecto.
- La repercusión para las personas trabajadoras (condiciones de trabajo, remuneración económica, inclusión socio-laboral, formación, etc.).

4. Transparencia

- Transparencia y rendición de cuentas (iniciativas de comunicación al entorno, instrumentos de comunicación de la entidad y estrategias de comunicación interna).

5. Beneficios

- Sensibilidad hacia la banca ética.
- Valoración del destino de los excedentes.

6. Democracia y participación

- Procesos de toma de decisiones en la entidad.
- Iniciativas relacionadas con la igualdad de oportunidades.
- Procesos de participación promovidos en la entidad.

7. Incidencia del proyecto

- Incidencia social del proyecto (acciones positivas de inclusión social que favorece, incidencia en el empleo e incidencia para las personas trabajadoras).
- Valores socialmente significativos que promueve.
- Marco de relación con las Administraciones Públicas.
- Impacto medioambiental del proyecto.

8. Compromiso con el entorno

- Circuitos locales.
- Cooperación.

Lógicamente, una entidad o la memoria de un proyecto no tienen por qué ofrecer elementos positivos en todos y cada uno de los criterios 3-8. Como se ha indicado antes, la comisión evalúa que haya un equilibrio razonable en el conjunto global de todos ellos y toma una decisión de manera prudencial. Que haya alguna debilidad en alguno de ellos es normal y no implica una evaluación desfavorable. El objetivo de acercar estos criterios es que la persona/entidad solicitante conozca los elementos de la memoria de la entidad y del proyecto que la comisión considera de manera preferente para valorar la adecuación de su solicitud a los principios de Fiare Banca Etica.

Como puede verse, los criterios de la ESA están afectados por la naturaleza de sociedad cooperativa de Banca Etica y tienen muchos puntos en común con los siete principios del cooperativismo:

- Adhesión voluntaria y abierta.
- Gestión democrática por parte de los socios.
- Participación económica de los socios.

- Autonomía e independencia.
- Educación, formación e información.
- Cooperación entre cooperativas.
- Interés por la comunidad.

En Italia, la ESA hace desde 2015 un análisis cuantitativo, con pesos y ponderaciones de cada criterio.

En España, la valoración es todavía cualitativa, aunque las evaluaciones tengan siempre un elevado nivel de profundización y de análisis de datos e informaciones diversas. Actualmente se utilizan 4 niveles de valoración:

Desfavorable — Mejorable — Favorable — Muy Favorable

Banca Etica está revisando su proceso de ESA, que actualmente es sólo un proceso ex ante y no prevé una medida ex post del impacto social y ambiental del proyecto financiado, salvo cuando, cada dos años, la ESA vence y hay que renovarla. Esa revisión introducirá también un análisis ex post independiente del vencimiento de la ESA.

El banco aprovechará la ocasión para unificar la ESA, introduciendo también en España un análisis cuantitativo más refinado que ayude a las comisiones en su trabajo esencial de valoración de los aspectos de impacto de las financiaciones de Fiare Banca Etica. ■

Nunca hay que olvidarse de que Banca Etica es, en Italia y en España, una cooperativa y promueve y actúa bajo los principios cooperativos. La participación de los socios se organiza en Grupos de Iniciativa Territorial (GIT), que en España son 20. Cada GIT tiene su Comisión de evaluación ético-social, en la que se realiza únicamente la evaluación relativa a cuestiones éticas, sociales y medioambientales.

PARA SABER MÁS

Se agrupan aquí algunas breves reseñas, enlaces web y las referencias hechas por los distintos autores en sus contribuciones, junto a bibliografía adicional.

La serie de Estudios de Palgrave en Impacto Financiero, cuyo editor es uno de los colaboradores de este dossier, el profesor La Torre, proporciona un «hub» científico valioso para investigadores, profesionales y responsables de políticas involucrados en la financiación de impacto y temas relacionados. Recoge estudios sobre el impacto social, político, medioambiental y ético de las finanzas, explorando todos los aspectos de la financiación del impacto y la inversión socialmente responsable, incluyendo temas de política, instrumentos financieros, mercados y clientes, normas, regulaciones y gestión financiera, con especial enfoque en las inversiones de impacto y las microfinanzas.

Las diferentes publicaciones conjugan el análisis empírico más reciente con un enfoque teórico, incluyendo estudios actualizados e innovadores que cubren temas que afectan a las finanzas y a la sociedad a nivel mundial.

Ver los diferentes números de la serie en: <http://www.palgrave.com/us/series/14621>

Curso en abierto de la UNED: Financiación a pymes y proyectos con impacto social

<https://coma.uned.es/course/financiacion-pymes-y-proyectos-con-impacto-social/>

El objetivo de este curso gratuito on line de la UNED es ofrecer una herramienta de apoyo y asesoramiento a emprendedores, autónomos y promotores de la economía social que les proporcione formación sobre las fuentes de financiación existentes para la financiación de proyectos y negocios con alto impacto social y ambiental.

Bibliografía

Arvidson, M. & Lyon, F. (2014). «Social impact measurement and non-profit organisations: compliance, resistance and promotion», *Voluntas*, Vol. No. 25, pp. 869-886

AEF (2015). *Guía Práctica para la medición y la gestión de impacto* (Asociación Española de Fundaciones).

Clark, C., Rosenzweig, W., Long, D. & Olsen, S. (2004). *Double bottom line project report: assessing social impact in double bottom line ventures*, disponible en: https://centers.fuqua.duke.edu/case/knowledge_items/double-bottom-line-project-report-assessing-social-impact-in-double-bottom-line-ventures/ (consultado el 21 de junio 2017).

Comisión Europea (2013). Reglamento (UE) 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17/04/2013 sobre fondos de emprendimiento social europeos.

— (2014). Métodos propuestos para la medición del impacto social. (Comisión Europea)

ESMA (2014). *ESMA's Technical Advice to the European Commission on the implementing measures of the Regulations on European Social Entrepreneurship Funds and European Venture Capital Funds*. (European Securities Markets Authority).

European Venture Philanthropy Association (2013). «Guía práctica para la medición y la gestión del impacto social», disponible en http://www.fundaciones.org/EPORTAL_DOCS/GENERAL/AEF/DOC-cw5537916e2a002/Gula_impacto-EVPA-AEF-2015.pdf (consultado el 25 de abril de 2017).

PARA SABER MÁS

- EVPA (2012). *The European Venture Philanthropy Industry 2010/2011*.
- Eurosif (2014). *European SRI Study 2014*.
- (2016). *European SRI Study 2016*.
- FCT (2012). *Mapa de las inversiones de Impacto en España*. Fundación Compromiso y Transparencia (FCT).
- GECES (2012). *Minutes from first meeting of the Groupe d'experts de la Commission sur l'entrepreneuriat social (05/06/2012)*.
- (2014). *Proposed approaches to social impact measurement in European Commission legislation and in practice relating to EuSEFs and the EaSI*, disponible en <http://ec.europa.eu/internal_market/social_business/docs/expert-group/social_impact/140605-sub-group-report_en.pdf> (consultado el 30 de abril de 2016).
- Hornsby & Blumberg (2013). *The Good Investor: A book of best impact practice*, Investing for Good, London.
- GIIN (2012). *Getting started with IRIS guide*.
- (2013). *About impact investing*.
- Grupo CIVIS (2012). Traducción y adaptación al español de *A Guide to Social Return on Investment*.
- Höchstädter, A.K. y Schek, B. (2014). «What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners». *Journal of Business Ethics*, online first; DOI: 10.1007/s10551-014-2327-0.
- IESE (2011). *In Search of Gamma-An Unconventional Perspective on Impact Investing*. Instituto de Estudios Superiores de la Empresa Business School (IESE).
- Impact in Motion (2015). *Closing the gap. Developing a new financing vehicle for social ventures in Germany*. Munich: Bertelsmann Foundation y Ananda Social Venture Fund.
- Monzón, J. L. y Chaves, R. (2012). *The social economy in the European Union*, N.º CESE/contract CES 18.106 - 2012, The European Economic and Social Committee (EESC)
- OCDE (2015). *Social impact investment. Building the evidence base*. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).
- Pioneers Post (2017). *Impact measurement. Perspectives from the front line*, disponible en: <<http://www.buzzacott.co.uk/Buzzacott/media/buzzacott-media/Resources/Impact-measurement-perspectives-from-the-front-line.pdf>> (consultado el 31 de mayo de 2017).
- PRI (2013). *Understanding the impact of your investments*, disponible en: <https://www.unpri.org/download_report/3881> (consultado el 31 de mayo de 2017).
- SIIT (2014). *Measuring impact*.
- (2014). *Impact investment: the invisible heart of markets. Harnessing the power of entrepreneurship, innovation and capital for public good*.
- Social Value International (2015). *The Seven Principles of Social Value*, disponible en: <<http://www.socialvalueuk.org/resource/principles-of-social-value/>> (consultado el 22 de febrero de 2017).
- Spainsif (2015). *Las inversiones de impacto en España*.
- (2016). *La Inversión Socialmente Responsable en España*.
- SROI Network (2012). *A guide to Social Return on Investment*, disponible en: <https://www.bond.org.uk/data/files/Cabinet_office_A_guide_to_Social_Return_on_Investment.pdf> (consultado el 22 de febrero de 2017).
- Symbiotics (2014). *Symbiotics Microfinance Investment Vehicles Survey*. Symbiotics.

PARA SABER MÁS

WEF (2013). *From the Margins to the Mainstream. Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors*. World Economic Forum (WEF).

Valcárcel, M. (2012). «Los fondos europeos de emprendimiento social: su aplicación en España». CIRIEC-España, *Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 75, 105-128.

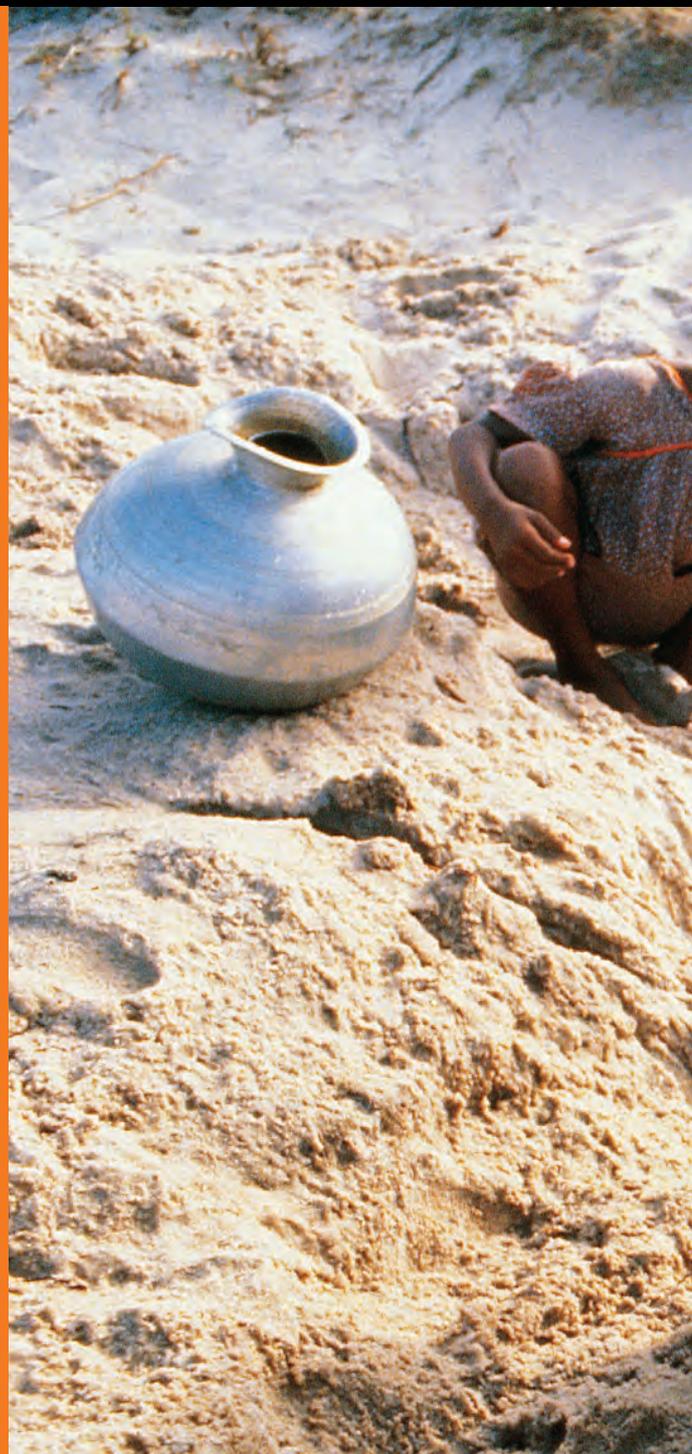
Webs de interés

- CBI: <<https://www.climatebonds.net>>
- European Social Investment Forum (EUROSIF): <<http://www.eurosif.org>>
- European Venture Philanthropy Association (EVPA): <<http://evpa.eu.com/>>
- Foro Español de Inversión Responsable (SPAINSIF): <www.spainsif.es>
- Global Impact Investing Network (GIIN): <<http://www.thegiin.org/cgi-bin/iowa/home/index.html>>
- GSIA: <<http://www.gsi-alliance.org>>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo (OCDE): <<http://www.oecd.org/>>
- Social Impact Investment Taskforce (SIIT): <<http://www.socialimpactinvestment.org/>>
- World Economic Forum (WEF): <<http://www.weforum.org>>

DOSSIERES EsF

- Dossier n.º 1: «Nuevos tiempos para la cooperación internacional para el desarrollo», abril 2011.
- Dossier n.º 2: «¿Cambiar el mundo desde el consumo?», julio 2011.
- Dossier n.º 3: «Sombras en las microfinanzas», octubre 2011.
- Dossier n.º 4: «La RSE ante la crisis», enero 2012.
- Dossier n.º 5: «La cooperación al desarrollo en tiempos de crisis. Nuevos actores, nuevos objetivos», abril 2012.
- Dossier n.º 6: «Crisis, indignación ciudadana y movimientos sociales», julio 2012.
- Dossier n.º 7: «¿Otra política económica es posible?», octubre 2012.
- Dossier n.º 8: «Banca ética ¿es posible?», enero 2013.
- Dossier n.º 9: «Desigualdad y ruptura de la cohesión social», abril 2013.
- Dossier n.º 10: «Seguridad alimentaria: Derecho y necesidad», julio 2013.
- Dossier n.º 11: «La agenda de desarrollo post-2015: ¿Más de lo mismo o el principio de la transición?», octubre 2013.
- Dossier n.º 12: «Economía en colaboración», enero 2014.
- Dossier n.º 13: «Otra economía está en marcha», primavera 2014.
- Dossier n.º 14: «RSC: Para superar la retórica», verano 2014.
- Dossier n.º 15: «La enseñanza de la economía», otoño 2014.
- Dossier n.º 16: «El procomún y los bienes comunes», invierno 2015.
- Dossier n.º 17: «Financiación del desarrollo y Agenda Post-2015», primavera 2015.
- Dossier n.º 18: «II Jornadas Otra Economía está en marcha», verano 2015.
- Dossier n.º 19: «Las exclusiones sociales», otoño 2015.
- Dossier n.º 20: «Fiscalidad: eficiencia y equidad», invierno 2016.
- Dossier n.º 21: «Recordando a José Luis Sampedro», primavera 2016.
- Dossier n.º 22: «Otra economía está en marcha III», verano 2016.
- Dossier n.º 23: «El buen vivir como paradigma societal alternativo», otoño 2016.
- Dossier n.º 24: «La energía. Retos y problemas», invierno 2017.
- Dossier n.º 25: «El enfoque de género en la economía social y solidaria: aportes de la economía feminista», primavera 2017.
- Dossier n.º 26: «Repensando nuestro modelo de sociedad y de economía», verano 2017.





Economistas sin Fronteras

c/ Gaztambide, 50

(entrada por el local de SETEM)

28015 • Madrid

Tlf.: 91 549 72 79

ecosfron@ecosfron.org

