



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

¿PUEDE HABER ACTIVISMO ACCIONARIAL EN LA INVERSIÓN DE IMPACTO?

Clave: 201502917

Resumen: Actualmente, tanto el mundo de la inversión como el de las empresas está sufriendo grandes cambios. Por un lado, la aparición de conceptos, como la inversión de impacto, está demandando a las empresas y a los inversores a que no sólo busquen obtener una rentabilidad financiera positiva, sino, además, a que busquen generar un impacto en la sociedad. Por otro lado, el activismo accionarial se está convirtiendo en una de las estrategias estrella para los inversores. De este contexto, el objetivo principal de este trabajo de investigación es identificar la relación que existe entre la inversión de impacto y el activismo accionarial. Para ello, se analizará esta nueva forma de invertir y su relevancia; se explorará los beneficios de este tipo de activismo; y así, en última instancia, se comprobará si puede haber activismo accionarial dentro de la inversión de impacto o no.

Palabras clave: inversión de impacto, activismo accionarial, rentabilidad económica, impacto

Abstract: We are currently facing a new social paradigm, in which it is possible to obtain a positive financial return and generate an impact on society. This is due to the emergence of concepts such as impact investing. On the other hand, within the investment world, shareholder activism is becoming one of the star strategies. Given this situation, the goal of this research work is to identify the relationship between impact investing and shareholder activism. In this way, we will have the opportunity to understand this new way of investing and its importance; explore the benefits of this type of activism; to ultimately study whether there can be shareholder activism within impact investing.

Key words: impact investing, shareholder activism, financial return, impact

Índice

1. INTRODUCCIÓN	1
1.1. Motivaciones del trabajo de investigación	2
1.1.1. Motivación académica.....	2
1.1.2. Motivación para el sector	2
1.1.3. Motivación práctica para las empresas.....	2
1.1.4. Motivación personal.....	3
1.2. Objetivo de investigación	3
1.3. Metodología	4
1.4. Estructura del trabajo de investigación	6
2. ESTADO DE LA CUESTIÓN	7
2.1. Activismo accionarioal	7
2.1.1. Evolución y características del activismo accionarioal.....	8
2.1.2. ¿Cómo actúa el activismo accionarioal?	11
2.1.3. Resultados en las empresas tras el activismo accionarioal.....	13
2.1.4. ¿Meramente económico?	13
2.2. Inversiones de impacto	14
2.2.1. El nuevo paradigma “social”	14
2.2.2. Inversión de impacto: definición, evolución y situación actual	16
2.2.3. Características de los inversores.....	19
2.2.4. Resultados de la inversión de impacto	20
2.2.5. El por qué de la inversión de impacto	23
3. ANÁLISIS Y DISCUSIÓN	24
3.1. Análisis de las organizaciones involucradas	25
3.1.1. Microwd, una Fintech social	25
3.1.2. Impact Bridge, un fondo de fondos de inversión de impacto.....	26
3.1.3. Foro Impacto, Global Steering Group for Impact Investment.....	27
3.1.4. Creas, primer fondo de impacto con normativa europea aprobado por la CNMV....	28
3.2. ¿Qué significa inversión de impacto?	30
3.2.1. Es una inversión con propósito	30
3.2.2. Es una inversión sostenible y responsable muy exigente.....	31
3.2.3. Es una inversión medible.....	31
3.2.4. Formada por inversores que van más allá.....	33
3.3. La relación entre el activismo accionarioal y la inversión de impacto	35
3.4. Un nuevo tipo de activismo	38
3.4.1 Activismo, pero no accionarioal	38
3.4.2 Un proceso de influencia distinto	40
3.4.3 Actores de cambio.....	42
4. CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIONES	45
5. BIBLIOGRAFÍA	50
6. ANEXOS	55
Anexo 1. Cuadro de entrevistas: Background de los profesionales	55
Anexo 2. Disclaimer y preguntas que se mandó a los profesionales	56
Anexo 3. Disclaimer firmado por los entrevistados.....	57

Índice de figuras

Figura 1: Proceso de la metodología <i>Grounded Theory</i>	6
Figura 2: Evolución de las estrategias activistas	10
Figura 3: Campañas activistas en 2018 en el mundo	11
Figura 4: Proceso de actuación del activismo accionarial	11
Figura 5: Evolución del número de organizaciones que hicieron su primera inversión de impacto	18
Figura 6: Expectaciones de la inversión	22
Figura 7: Variación Activismo accionarial	36
Figura 8: Marco de influencia del activismo de la inversión de impacto	40
Figura 9: El funcionamiento del Golden Circle	43
Figura 10: Cuadro de entrevistas	55

1. INTRODUCCIÓN

En estos últimos años, dos tendencias han surgido dentro del mundo de la empresa y, por ende, en el mundo de la inversión.

Por un lado, existe una mayor preocupación por los temas sociales y/o medioambientales dentro de las organizaciones, que se debe a dos razones fundamentalmente. En primer lugar, los *stakeholders*¹, como los empleados o los clientes, insisten cada vez más en que sus empresas se involucren en la resolución de problemas; como la inclusión financiera o el cambio climático y, en segundo lugar, los inversores están cambiando poco a poco su forma de concebir la inversión porque se están percatando que, invertir en empresas con una concienciación social y medioambiental, puede llegar a tener un impacto positivo en la rentabilidad. En otras palabras, ya no sólo buscan un beneficio económico rentable, sino algo que va más allá (Beal et al, 2017). A raíz de ello, están surgiendo nuevas formas de invertir como son las “inversiones de impacto”.

Por otro lado, en el mundo de la inversión, el fenómeno conocido como “activismo accionarial” está ganando mucha visibilidad. El activismo accionarial agrupa todas aquellas estrategias de inversión que tratan de influir y modificar la conducta de las empresas a través de un papel activista por parte de los inversores (Silos et al, 2019). Sólo en 2018, casi 1.000 empresas fueron objeto de alguna campaña de activismo accionarial en el mundo. Según diferentes fuentes, el volumen de activos gestionados a través de activistas se ha multiplicado por un factor de 29 veces entre 2004 y 2018 (Silos et al, 2019).

De estas dos tendencias presentes actualmente, surgió la finalidad de este trabajo de investigación. Al ser conscientes de la importancia de la inversión de impacto y la influencia que el activismo accionarial puede lograr en una compañía, sería muy interesante investigar la posible relación entre ambos conceptos y así poder entender, en última instancia, qué significaría para un fondo de inversión de impacto social ser un

¹ Aquellas personas u organizaciones afectadas por las actividades y las decisiones de una empresa

activista accionarial. En este sentido, se cree que el impacto en la sociedad o en el medioambiente que pueda tener una empresa gracias al activismo accionarial, podría ser mucho más auténtico y positivo que si no hubiera existido tal activismo. Ahora bien, durante este trabajo de investigación se analizará si se puede hablar de activismo accionarial, o más bien otro tipo de activismo.

1.1. Motivaciones del trabajo de investigación

Detrás de cada trabajo de investigación, es necesario entender las motivaciones que lo mueven. Por esta razón, en este trabajo, se han identificado cuatro tipos de motivaciones que argumentan por qué este tema es interesante y beneficioso para tanto el mundo empresarial, como para todos en general.

1.1.1. Motivación académica

Primeramente, este tema se puede considerar muy interesante para la academia debido a que la relación que se busca identificar es novedosa y en dos ámbitos con altas expectativas de crecimiento. Las conclusiones a las que se llegarán podrán redefinir tanto el futuro de ambos conceptos, como sus aportaciones para la empresa y la inversión.

1.1.2. Motivación para el sector

El segundo argumento es que es un tema muy relevante para el sector de la inversión de impacto. Esta industria está creciendo, y cada vez más, aparecen empresas que buscan un fin más allá de lo puramente económico. Por ello, esta investigación puede ayudar a los diferentes fondos de inversión a fortalecer sus acciones y a influir más en las empresas en las que invierten. Si se puede demostrar que gracias a un mayor activismo accionarial, la inversión de impacto aumenta, en un futuro se podría estar hablando de que la mayor parte de las empresas tengan una concienciación social, además de económica. Hasta tal punto de experimentar una revolución social en el ámbito profesional.

1.1.3. Motivación práctica para las empresas

El siguiente juicio del por qué de este trabajo tiene que ver con la utilidad que puede propiciar a las empresas. Hoy en día, los consumidores están demandando a las empresas tener una visión más amplia de su propósito, no centrándose en obtener rentabilidad

económica sino en el bien que aportan a la sociedad. El director de Reputation Institute² de España, en una entrevista decía “*No es tanto que las corporaciones tengan claro qué es lo que hacen, sino por qué lo hacen*” (Muñoz, 2020). Aquellas compañías que no sean capaces de adaptarse a ello no tendrán mucho futuro. Es por ello que, para las compañías, es muy beneficioso que nuevos inversores, como los fondos de impacto social, las consideren como su nuevo blanco puesto que aumentarán sus beneficios, se adaptarán a las nuevas tendencias del mercado, y, además, mantendrán satisfechos a sus *stakeholders*.

1.1.4. Motivación personal

Finalmente, este trabajo de investigación esconde una motivación más personal. Esto se debe a que junta dos conceptos que considero motores en mi vida: la economía y la búsqueda de un mundo mejor. Diferentes experiencias de voluntariado me han hecho reflexionar sobre la responsabilidad que tenemos en mejorar el mundo en el que vivimos. Sin embargo, siempre había sido muy reacia con el mundo de la inversión puesto que la consideraba agresiva, egoísta y superficial: sólo veía el lado en donde se busca un mayor retorno. Gracias a Impact Bridge, fondo de inversión de impacto localizado en Madrid, me abrieron las puertas a lo que se conoce como inversión de impacto, y ahí toda mi percepción cambió. Conocí una inversión, que por un lado no olvidaba su fin último de conseguir rentabilidad, sin embargo, que tenía un impacto social palpable. En otras palabras, esos dos conceptos que habían influenciado tanto mi vida se juntaban en uno sólo. Es por ello por lo que este trabajo de investigación significa mucho para mí debido a que me permitirá ahondar más en este nuevo sector, que ha cambiado totalmente mi concepción antigua de la inversión.

1.2. Objetivo de investigación

El objetivo principal de este trabajo de investigación es *identificar la relación que existe entre la inversión de impacto y el activismo accionario* e intentar responder a una cuestión problemática: si el activismo accionario cada vez se relaciona más con fondos agresivos que sólo buscan mayor rentabilidad, ¿cómo va a adentrarse en la inversión de impacto? Esto se puede considerar relevante debido a que se podría estudiar en

² Ayudan a líderes de las compañías mas grandes del mundo a construir credibilidad a través de Data Analytics (Reputation Institute, s.f)

profundidad la relación que existe entre el agente inversor y el agente invertido, dentro de la inversión de impacto, y analizar si se pueden encontrar huellas de activismo accionarial, y los consecuentes resultados e implicaciones.

Por lo tanto, teniendo en cuenta el objetivo principal, este trabajo de investigación se puede dividir en dos subobjetivos: a) Entender la importancia del impacto social; b) Argumentar la relevancia del activismo accionarial en la consecución de objetivos sociales y medioambientales; y así poder llegar a la meta final: identificar el activismo accionarial en la inversión de impacto.

1.3. Metodología

Para realizar este trabajo de investigación, y teniendo en cuenta la naturaleza y el objetivo que persigue este trabajo, se ha decidido decantarse por un análisis cualitativo. Con respecto a esta, se han utilizado tres técnicas diferentes: un método descriptivo, analítico, y la metodología *Grounded Theory*.

Para este análisis se decidió realizar entrevistas a cuatro expertos dentro del sector de la inversión de impacto, de tal manera que se pudiera analizar la relación existente entre los dos conceptos, teniendo en cuenta diversas opiniones. Para ello, se ha contado con la oportunidad de hablar con Alejandro de León, CEO y fundador de Microwd – empresa social que otorga microcréditos a mujeres emprendedoras de América del Sur; Braulio Pareja, Director de Investigación en el fondo de impacto social Impact Bridge; José Luis Ruiz de Munain, fundador y director ejecutivo de Foro Impacto – primera plataforma que impulsa la economía de impacto en España; y, con Lorenzo Guerra, Associate de Creas – primer fondo institucional español de inversión de impacto (Ver Anexo 1). Se ha logrado hablar con estos hombres gracias a diferentes contactos y a la técnica de bola de nieve. En España, el sector de la inversión de impacto es todavía pequeño, y, por tanto, entre ellos se conocen. Por ejemplo, por una persona del entorno, se pudo contactar con Alejandro de León, y éste facilitó el poder hablar con José Luis Ruiz de Munain.

Consecuentemente, en primer lugar, se utilizó un método descriptivo con la información obtenida sobre los entrevistados y sus correspondientes lugares de profesión. Esto se hizo así para poder entender la procedencia de los diferentes puntos de vista. Se ha tenido la suerte de contar con la experiencia de personas de un mismo sector, pero con puntos de vista totalmente diferentes, por lo que se consideró que era fundamental desarrollar la procedencia de cada uno.

En segundo lugar, debido al objetivo principal de identificar una relación existente, se decidió analizar diferentes estudios que exploraban los dos temas. Se han utilizado tres estudios principales: *Activismo accionarial desde la perspectiva de la responsabilidad social corporativa*, de Marta Remacha; *Más Activos. Más Sostenibles. Entrando en la era del activismo ESG*, de varios autores como Jaime Silos; y, *La inversión sostenible y responsable en España*, de Spainsif. Con estos estudios, se ha podido investigar más sobre el tema y sacar diferentes conclusiones que han sido esenciales para este trabajo de investigación.

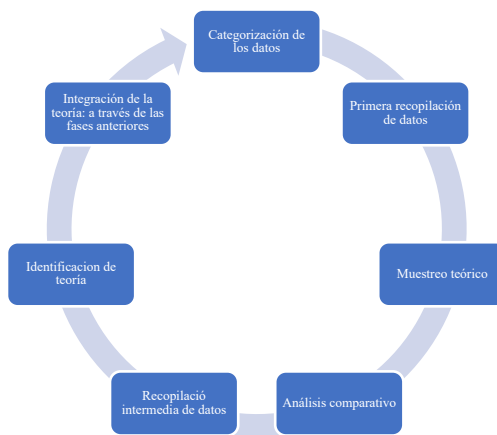
En último lugar, se ha utilizado la metodología *Grounded Theory* como base para analizar las diferentes entrevistas. Se decidió usar este tipo de metodología debido a que era la manera más útil a la hora de analizar entrevistas en profundidad. Este diseño de investigación proporciona un conjunto de estrategias para llevar a cabo una investigación cualitativa rigurosa, que, de una manera muy general, ayudan a adaptar la investigación conforme a los resultados que van saliendo.

Para los defensores de esta teoría, no existe una sola realidad, sino múltiples, por lo que la dificultad en recoger y analizar los datos consiste en capturar esas perspectivas variadas. Puede haber eventos externos pero lo que es importante para esta metodología es la forma en que las personas experimentan estos eventos y responden a ellos. Por ello, lo importante en la *Grounded Theory* son los significados que se dan a los diferentes eventos, junto con el contexto que lo rodea (Corbin, 2009).

Este método se basa en dos conceptos clave: la comparación constante, en donde los datos se recopilan y se analizan simultáneamente, y lo que se conoce como “muestreo

teórico”. Este concepto se define como aquel proceso de recopilación de datos para generar una teoría mediante el cual se recopilan y analizan datos de manera continua conforme va progresando la investigación (Suddaby, 2006).

Figura 1: Proceso de la metodología *Grounded Theory*



Fuente: Elaboración propia (Birks & Mills, 2015)

A la hora de preparar las entrevistas, se realizó un guion con una serie de preguntas que sirviera de base (Ver Anexo 2), no obstante, según la teoría de *Grounded Theory* se dejaron abiertas, de tal manera que fueran los entrevistados quien condujeran la propia conversación. Posteriormente, se fueron realizando las diferentes entrevistas, y se fueron haciendo las preguntas para ir desarrollando progresivamente conceptos más abstractos, y así ir descubriendo relaciones entre ellos. Por ello, se fue dejando tiempo entre las diferentes entrevistas, de tal manera que se cumpliera con el “muestreo teórico”. Finalmente, se realizó una comparativa de toda la información recogida y se estableció un modelo para llegar a unas conclusiones contundentes.

1.4. Estructura del trabajo de investigación

Para llegar al objetivo principal, y tras haber entendido la finalidad y los motivos que esconde este trabajo de investigación, este trabajo se dividirá en varias fases. Se ha considerado que, para poder entender la relación de estos conceptos, es imprescindible entender por separado ambos para observar posibles sinergias, y si verdaderamente existe una conexión. De esta manera, en primer lugar, se desarrollará el estado de la cuestión del activismo accionarial y de la inversión de impacto. Posteriormente, se procederá a la

parte más importante de este trabajo de investigación: el análisis. En base a la metodología explicada anteriormente, primero se realizará un análisis descriptivo de las diferentes organizaciones, y después junto con la información recogida de los tres estudios mencionados y las diferentes entrevistas, se buscará dar solución a los problemas planteados en el trabajo de investigación. Finalmente, en la parte de la conclusión se recogerá todo lo aprendido y se propondrán diferentes recomendaciones para el futuro, que se han considerado muy interesantes para el mundo de la inversión.

2. ESTADO DE LA CUESTIÓN

Actualmente, las empresas desempeñan un papel muy importante en la solución de las crisis del momento. Como se ha comentado anteriormente, cada vez más se está pidiendo a las empresas intervenir en estos problemas y aquellas empresas que no se comprometan, sufrirán graves consecuencias. Como resultado, muchas organizaciones se están replanteando su modelo de negocio para intervenir de una manera más activa dentro de la sociedad internacional. Además, esto se está acentuando por la estrecha relación que existe entre las prácticas con impacto social y la rentabilidad (Beal et al, 2017). En consecuencia, los nuevos fenómenos como el activismo accionarial y la inversión de impacto están haciéndose su hueco en el mundo de la empresa.

2.1. Activismo accionarial

Hoy en día, si se escribe en Google la palabra “activismo”, la mayoría de las noticias que aparecen están relacionadas con cualquier hecho político o medioambiental. Sin embargo, en las últimas décadas, ha surgido un nuevo fenómeno en donde los protagonistas son la empresa y sus accionistas.

Los accionistas son uno de los grupos de interés más importantes dentro de las organizaciones cotizadas, principalmente por proveer a la empresa con el capital necesario para realizar su actividad. En los últimos años, la intervención de estos actores en la administración de las empresas ha resurgido como parte de una corriente financiera y social, designado como activismo accionarial. Por ende, todos aquellos accionistas que buscan introducir cambios en “la gobernanza, estrategia, políticas y prácticas de la

entidad” están bajo el paraguas de este nuevo fenómeno (Remacha, 2017). De modo que son accionistas que no sólo buscan cobrar sus dividendos, sino que, además, quieren participar e involucrarse dentro de la gestión de la compañía para maximizar su valor (Fernández, 2018).

La Alianza Global de Inversión Sostenible define el activismo accionarial como *“el uso del poder accionarial para influir en el comportamiento corporativo, a través de la intervención directa con la empresa, el envío o apoyo de propuestas o el seguimiento de las recomendaciones de asesores de voto”* (Global Sustainable Investment Alliance, 2016, pág. 6).

El activismo accionarial comenzó en Estados Unidos y en el Reino Unido, sin embargo, en estos últimos años se ha podido observar cómo se está expandiendo en otras regiones como España. Por ejemplo, las juntas de accionistas de las empresas del Ibex 35 han sido testigo de ello (Compromiso Empresarial, 2014).

2.1.1. Evolución y características del activismo accionarial

La aparición del activismo accionarial como movimiento organizado como tal, se remonta a los años ochenta, en Estados Unidos, debido a la cantidad de absorciones que se realizaron. Según los accionistas, estas absorciones de empresas devaluaban el valor de las acciones provocando una intervención más clara por parte de los accionistas (Remacha, 2017). Sin embargo, la primera vez que se puede hablar de activismo accionarial fue, en el siglo diecisiete, cuando un emprendedor holandés, Isaac Le Maire³ “buscó romper el monopolio de la compañía en las rutas comerciales” (Svaluto, 2018)

Durante los años noventa y principios del 2000, el activismo fue evolucionando y se centró en acciones de presión hacia cuestiones específicas del gobierno corporativo. Se empezó a introducir cuestiones sobre asuntos no financieros como una forma de mejorar el desempeño corporativo (Remacha, 2017). En definitiva, son unas décadas centradas en un activismo más tradicional, de la mano de inversores institucionales⁴.

³ Accionista de la Compañía Neerlandesa de las Indias Orientales

⁴ Los inversores institucionales engloban a los fondos de inversión, planes de pensiones etc.

Estos inversores institucionales, en las últimas décadas, se han ido convirtiendo cada vez en agentes más pasivos. Para Salas (2002), existen tres posibles razones que pueden explicar esto: en primer lugar, la competencia existente entre los diferentes inversores institucionales. Estos inversores buscan principalmente una mayor rentabilidad con el mínimo riesgo, por lo que piden una adecuada diversificación y no una participación directa en la gestión de la empresa. En consecuencia, diversos conflictos surgen entre los intereses de los inversores y los intereses de la compañía. En segundo lugar, el problema denominado como “*free rider*”, en donde los inversores institucionales no comparten los costes de supervisión y control. Finalmente, la información privilegiada en manos de los inversores institucionales produce una pérdida de liquidez procedente de la paralización de su participación accionarial (Salas, 2002, págs. 166-167).

En base a esto, se pueden distinguir dos corrientes principales: una corriente más antigua, propia de los inversores institucionales, caracterizada por ser más pasiva; y otra corriente más nueva, relacionada con los fondos de inversión alternativos⁵, calificada por ser más activa. En las últimas décadas, este fenómeno ha ido creciendo de la mano de fondos de inversión más activos, que buscan influir y cambiar la estrategia de las empresas; es decir, enfocan sus esfuerzos en la gestión administrativa (Remacha, 2017).

No obstante, si se asumiera que sólo existen dos tipos de actores dentro del activismo accionarial, se estaría dejando de lado a otro tipo de actores que también tienen un papel importante dentro de este fenómeno. En este sentido, se incluyen a accionistas minoritarios; organizaciones no gubernamentales (ONG) y sindicatos; asesores de voto; o agencias de calificación no financiera. Mientras que los inversores institucionales forman parte de una corriente más tradicional, el resto de los actores pueden llevar a cabo prácticas de los dos tipos de activismo. Las ONG buscan dar visibilidad a ciertos temas para concienciar al resto de inversores y pueden tener un impacto muy grande dentro de las empresas. Por ejemplo, en 2013, PETA⁶ invirtió en acciones del parque de atracciones de SeaWorld en Orlando, para liberar a los animales en cautividad. Tras la oferta pública

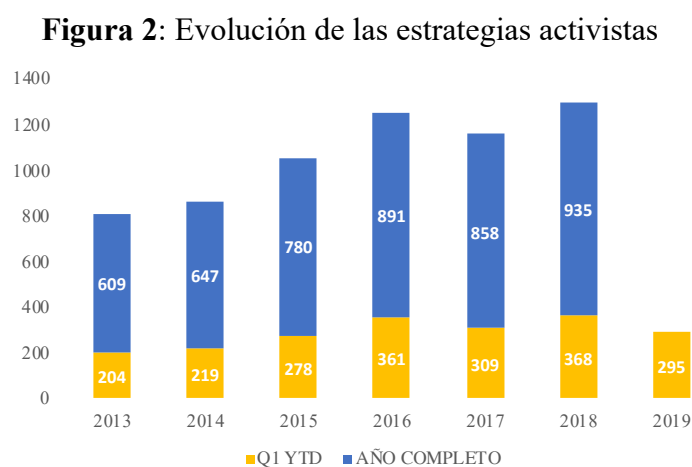
⁵ Fondos de inversión alternativos: especialmente los Hedge Funds

⁶ ONG que protege los derechos de los animales (Remacha, 2017)

de adquisición (OPA), el precio de las acciones del parque se devaluó en un 50% (Remacha, 2017).

Esta multitud de actores y sus diferentes estrategias, han dado lugar a una creciente presencia del activismo accionarial dentro del mundo de la empresa. Se ha podido ver un cambio fundamental entre los primeros años del milenio y ahora, con un constante crecimiento. Por ejemplo, en España, de acuerdo a los datos del Congreso Español de Accionistas Minoritarios, hay en torno a ocho millones de accionistas minoritarios (Castrillo & Marcos, 2007).

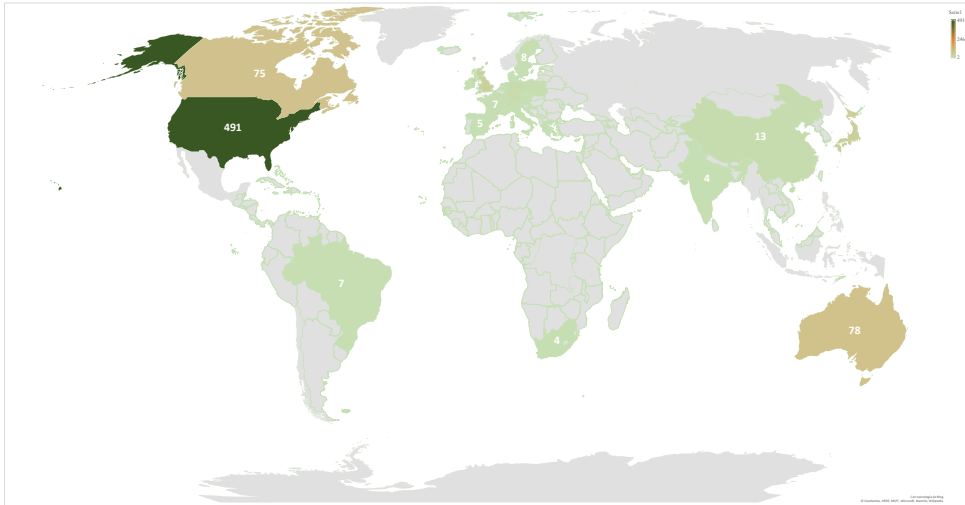
Cómo se comentaba anteriormente, el activismo accionarial ha ido aumentando conforme van pasando los años. En el gráfico siguiente se puede observar como es una tendencia creciente desde el año 2013, y según varios estudios, la tendencia seguirá en esta dirección (Silos et al, 2019).



Fuente: Elaboración propia (Silos et al, 2019)

Además, dentro de esta evolución creciente, es interesante la distribución de estas campañas en el mundo. El mapa muestra las diferentes campañas activistas, en el año 2018. Sin lugar a dudas, Estados Unidos lleva la ventaja a todos los demás países por tener casi 500 campañas de activismo accionarial en un solo año.

Figura 3: Campañas activistas en 2018 en el mundo

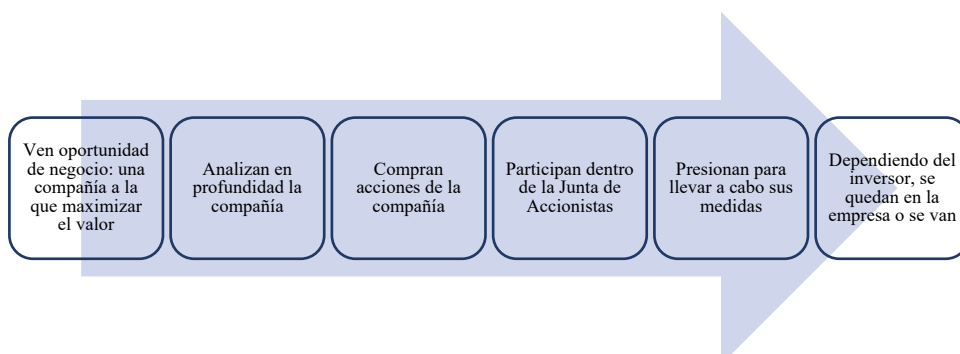


Fuente: Elaboración propia (Silos et al, 2019)

2.1.2. ¿Cómo actúa el activismo accionarioal?

En primer lugar, para entender cómo actúan estos accionistas, es necesario tener en mente dos cuestiones principales: el objetivo principal de cualquier accionista es maximizar el valor de la empresa, para un mayor reparto de dividendos (Fortado, 2019); independientemente de la industria, tamaño o actuación, cualquier empresa puede ser blanco de los activistas (Lipton et al, 2019). Con estos dos puntos en mente, en el siguiente gráfico se podrá entender cómo este fenómeno actúa:

Figura 4: Proceso de actuación del activismo accionarioal



Fuente: Elaboración propia (Compromiso Empresarial, 2014)

Muchas veces, se tiende a pensar que el activismo accionarioal es agresivo, debido a la presión y amenazas que les define. Por ejemplo, la amenaza de llamar a una junta extraordinaria para votar una propuesta como arma poderosa para presionar (Klein & Zur,

2009). Sin embargo, hay que tener en cuenta el contexto en el que operan. Muchos de estos activistas, tras un estudio en profundidad, son conscientes de que un cambio en la gestión empresarial puede ayudar a la empresa a maximizar su beneficio. Cuando en la junta plantean el cambio, reciben una posición muy defensiva por parte del resto de accionistas. Como consecuencia, su única vía para sacar adelante su propuesta es volverse más ofensivos y buscar una lucha. Y cómo dice Larry Kanarek, Socio Directivo de McKinsey & Company, “es una lucha donde son muy buenos y donde saben como pelearla para ganarla” (McKinsey & Company, 2014)

Los accionistas, por tanto, pueden utilizar diferentes instrumentos a la hora de llevar a cabo su plan. Marta Remacha (2017) propone varios: envío de documentos - se pide información o se realizan propuestas; diálogo con administradores - se solicita información, expresan sus posiciones o negocian las propuestas; votación - uno de los medios más utilizados para proponer cambios y llevarlos a cabo; y, campañas públicas para dar visibilidad a su petición (Remacha, 2017).

No obstante, uno de los límites en relación a la actuación de los accionistas es el alcance de su propuesta. Muchas veces, no obtienen los votos necesarios, especialmente si son minoritarios, y la propuesta no sale adelante (Castrillo & Marcos, 2007). Sin embargo, hay que tener en cuenta, que sólo la amenaza de presentar la propuesta, puede ser motivo suficiente para que se tenga en cuenta el cambio que se está proponiendo. Además, en relación a lo comentado sobre que las propuestas no salgan, los accionistas minoritarios tienen también el poder de bloquear propuestas para conseguir sus propios objetivos (Remacha, 2017).

En conclusión, el activismo accionarial puede llevarse a cabo a través de diferentes instrumentos, amenazas o bloqueos, con el objetivo de influir dentro de la compañía, y llegar al objetivo planteado.

2.1.3. Resultados en las empresas tras el activismo accionarial

En un estudio que se realizó, con una muestra de 400 campañas activistas, se llegó a la conclusión de que, en la mayoría de las actuaciones de los accionistas, se genera un exceso de rentabilidad para el accionista, que dura, por lo menos, 36 meses (Cyriac et al, 2014).

Paralelamente, los resultados pueden no ser meramente el de aumentar su valor, sino también el de aumentar la eficiencia en las operaciones, transferencia de riqueza, o reducción de problemas de agencia (Coffee & Palia, 2014). En base a esto, se pueden considerar como “catalizadoras para el cambio” puesto que buscan alinear el trabajo y los intereses de los accionistas con la compañía. No obstante, también se critica al activismo accionarial porque, según este punto de vista, se centra en el corto plazo más que en el largo (Fernández, 2018).

La mentalidad del activismo accionarial se basa en buscar la creación de valor para los accionistas, por consiguiente, van a tomar las medidas necesarias para llegar a dicho objetivo. De tal manera, muchos economistas, han recomendado a los directivos de empresas que adopten esta mentalidad debido a que esto podría conllevar a mejorar la actuación de la compañía (Cyriac et al, 2017).

2.1.4. ¿Meramente económico?

Tras este análisis del activismo accionarial, su tipología y actuación, uno se puede preguntar: ¿El activismo accionarial sólo busca un interés económico? La respuesta es no. Es más, actores como las ONG están presentes dentro del activismo, y ejemplos como el de PETA, son representativos de que existe un activismo accionarial que busca también objetivos sociales.

Por ende, varios estudios hablan de un nuevo tipo de activismo accionarial (que puede ser tanto pasivo como activo), considerado como un activismo accionarial social. El cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) y el Acuerdo de París son apuestas de las que todos los inversores deben de ser partícipes, especialmente porque los problemas que buscan solventar son cuestiones que generan inestabilidad en el

mercado y que afectan a todos, sea cual sea su papel en la economía global. Además, teniendo en cuenta que la estabilidad financiera es uno de los aspectos clave que un inversor busca en el mercado, es una razón más para apostar por este tipo de activismo (García, 2018).

En esta última década, el paradigma económico está sufriendo una serie de transformaciones. Siempre se hacía la misma relación: lo puramente económico para el sector privado; lo social para el sector público. Sin embargo, esto está cambiando, y poco a poco, la sociedad internacional está compuesta por actores diferentes a los tradicionales (Estados u Organizaciones Internacionales) (Ayllón, 2007). Conceptos nuevos como “inversión de impacto”, están llamando a la puerta de los inversores y están planteando un cambio de actitud en donde se cumple un doble objetivo: obtener una rentabilidad económica y tener un impacto social en la vida de las personas. Estos dos elementos parecían no ir de la mano, sin embargo, este nuevo tipo de inversión ha desafiado las premisas tradicionales de la economía.

2.2. Inversiones de impacto

“La primera pregunta que solían hacerme los inversores era: ¿No limitas tus opciones y sacrificas rentabilidad al invertir en ESG (en inglés, Environmental, Social and Governance)?” comentaba Karina Funk, ingeniera civil y ambiental que administra el fondo Brown Advisory, *“Ya no recibo esa pregunta”* (Benhamou et al, 2020).

2.2.1. El nuevo paradigma “social”

Durante décadas, la mayoría de las compañías se enfocaban en maximizar la rentabilidad para sus accionistas. Según esta perspectiva, quien se encargaba de abordar los desafíos sociales y medioambientales, incluidos los creados por la actividad empresarial, y, por ende, los problemas de los *stakeholders* de las empresas eran los gobiernos y otros actores internacionales como las ONG. Se consideraba que sólo las inversiones con fines de lucro eran las que generaban rentabilidad, mientras que los problemas sociales debían ser acometidos desde la financiación pública o mediante donaciones (Bugg-Levine & Emerson, 2011). Sin embargo, actualmente, esto está cambiando y se está transformando la manera de ver el papel de la empresa dentro de la sociedad (Beal et al, 2017). No

obstante, no se puede dar por hecho que sólo la empresa sea la encargada de resolver las crisis sociales y medioambientales, sino, más bien, considerarla como otro actor más (Kasturi et al, 2011).

Esta nueva tendencia, se podría explicar por las dos razones que en el primer apartado se mencionaron: la presión de los *stakeholders* y la nueva manera de concebir la inversión. Mientras que antes, las compañías consideraban que perseguir los problemas sociales era una actividad paralela, ahora se está dando la vuelta a esta concepción, y se busca utilizar el negocio principal como forma de crear un impacto social positivo y un beneficio económico (Beal et al, 2017). Como comentaba Alejandro de León (2020), “*la empresa que se esfuerza en beneficiar a todos los interesados en lugar de sólo a los accionistas conseguirá una ventaja competitiva frente al resto*”. Ya no se habla sólo de maximizar el valor para los accionistas, sino también para todas aquellas personas y organizaciones que son influidas y afectadas por las empresas.

Este paradigma está muy relacionado con la importancia del individuo en estos últimos años. El mundo de la empresa se ha dado cuenta de que toda organización está “inter-penetrada” con la sociedad: los individuos toman decisiones que afectan a todas las compañías, debido a que son consumidores, trabajadores, y propietarios. Las compañías necesitan de la sociedad, y tienen, por consiguiente, la obligación de responder a sus necesidades y de buscar su bien (De Bakker et al, 2013).

Por ello, este nuevo paradigma social en donde las compañías tienen, *motu proprio*, ambición de crear un impacto social positivo, más allá de lo puramente económico, podría definirse en cinco palabras: “*Do well by doing good*” (Cardona, Hevia, & Rodríguez, 2019).

Ahora bien, ¿esto qué significa para la inversión? Para muchos inversores, esto está provocando “un replanteamiento de las finanzas, desde sus cimientos” (Fink, 2019). Al igual que las organizaciones se están adaptando a esta nueva tendencia, las carteras de los inversores también (Fink, 2019).

Para acabar de explicar este nuevo paradigma, habría que señalar que los humanos no sólo somos puramente económicos o puramente sociales. Y, por tanto, todas las organizaciones deben de tener componentes económicos, sociales y medioambientales. Cuanto antes se reconozca esto, antes se podrá avanzar entre los dos enfoques tan supuestamente diferenciados entre inversión e impacto social que han dominado nuestro mundo a lo largo de tantos años (Bugg-Levine & Emerson, 2011).

2.2.2. Inversión de impacto: definición, evolución y situación actual

Las inversiones que buscan promocionar el desarrollo, durante estos últimos años, han ido aumentando. Este tipo de inversiones han recibido muchos nombres, y uno de ellos es “inversión de impacto”. Estas inversiones se definen como aquellas inversiones que, por un lado, buscan una rentabilidad económica (si no, dejarían de ser inversiones) y, por otro lado, buscan un impacto social y/o medioambiental. Esto significa: a) al igual que las ONG, se dedican al desarrollo y se centran en sectores que tienen un efecto positivo y significativo en la calidad de vida de los receptores; b) a diferencia de las ONG, tienen la expectativa de crear una rentabilidad financiera y no dependen de subsidios (Simon & Barmeier, 2010).

Por tanto, las inversiones de impacto nacen en el centro de dos polos opuestos: fondos de Ayuda Oficial al Desarrollo y los fondos de inversión que buscan meramente retornos financieros, y que, en este caso, se pueden considerar más tradicionales. Esta característica es lo que hace que este tipo de inversión resulte tan atractivo, precisamente porque tiene en cuenta dos aspectos que, en un principio, aparentan ser contrarios.

La inversión de impacto sólo aparece si se dan tres circunstancias: el inversor quiere y tiene la intención de realizar una inversión con impacto; la inversión tiene expectativas de rentabilidad (Global Impact Investing Network, s.f) y la inversión más tradicional es limitada o no existe. A largo plazo, lo que se busca con la inversión de impacto es demostrar que existe rentabilidad financiera atractiva cuando se busca solucionar desafíos sociales y medioambientales, de tal manera que, a la larga, los inversores tradicionales estén dispuestos a proporcionar capital para inversiones de impacto (Simon & Barmeier, 2010).

Desde los años 90 y principios del 2000, aparecieron fondos como Acumen Fund o Calvert Foundation, que han sido considerados como los pioneros dentro de esta inversión (Simon & Barmeier, 2010). Asimismo, Kofi Annan, Secretario General de las Naciones Unidas por aquel entonces, empezó a hablar de las empresas como líderes sociales y actores fundamentales en el desarrollo sostenible, llamándoles a que se convirtieran en actores activos, no meros espectadores (Cardona, Hevia, & Rodríguez, 2019).

Sin embargo, el término como tal de “inversión de impacto” apareció en 2007. Fue acuñado por una serie de inversores que tenían pequeñas sumas de capital en microcréditos y tecnología “verde” (Bugg-Levine & Emerson, 2011), otra de las características claves de esta inversión: que su impacto sea medible.

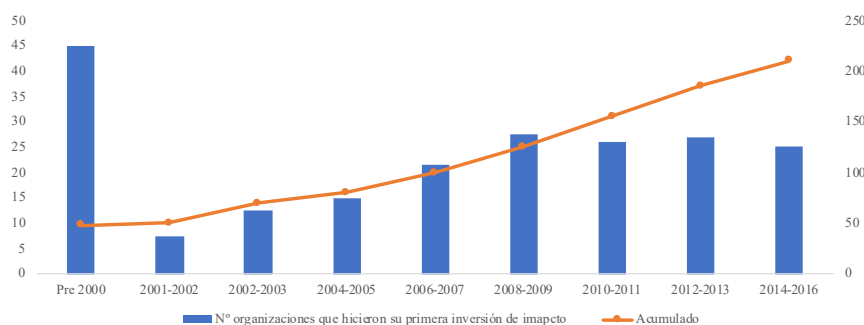
En este sentido, muchos autores creen que la crisis global de 2008 fue la oportunidad perfecta para la inversión de impacto. Como las inversiones tradicionales vivieron una situación de extrema gravedad y muchas fracasaron, este tipo de inversión aprovechó esta situación y se convirtió en inversiones incluso más rentables que las tradicionales (Simon & Barmeier, 2010). Además, esta crisis, no fue sólo económica y financiera, sino también de valores. Apareció un consumidor mucho más informado y con mucho más poder para ejercer presión. Y, por tanto, el sector empresarial se dio cuenta que necesitaba adaptarse a esta nueva tendencia (Pérez Barco, 2019).

No obstante, la verdadera adrenalina que impulsó la inversión de impacto fue con el nacimiento del grupo *Global Steering Group for Impact Investment* (GSG). En 2013, se decidió, por primera vez, impulsar la inversión de impacto como tema de la agenda internacional. Sir Ronald Cohen, considerado como el padre de la inversión de impacto, fue encomendado la labor de dirigir el Social Impact Investment Task Force, un grupo de trabajo encargado de realizar informes que contienen recomendaciones y estrategias para desarrollar este tipo de inversión. En 2015, se convirtió en un grupo independiente, formado tanto por el sector privado como por la sociedad civil. Ante esto surge lo que hoy en día se conoce como GSG, que tiene el objetivo principal de impulsar la inversión de impacto en cada país miembro, para concienciar más sobre este nuevo tipo de inversión

(The Global Steering Group, s.f). En los últimos años ha sido un propulsor importante de la inversión de impacto a nivel global, y cuenta con un total de 22 países, en donde cada uno, tiene un National Advisory Board (NAB) que asume el rol de catalizador de la inversión de impacto. El gran mérito de este grupo es que ha logrado “cohesionar una visión y generar una agenda común” para apoyar la inversión de impacto (Casasnova, Hehenberguer, & Urriolagoitia, 2019).

Desde entonces, la industria de la inversión de impacto ha ido creciendo exponencialmente y cada vez más compañías han realizado inversiones de impacto. Es importante señalar que el siguiente gráfico sólo muestra la primera inversión de impacto, por tanto, todas aquellas empresas o fondos que ya hayan realizado más de una no quedan reflejadas. Esto se puede considerar muy relevante debido a que demuestra cómo este tipo de inversión se está volviendo “más popular” y cómo hay una mayor involucración por parte de las organizaciones (Bouri et al, 2018).

Figura 5: Evolución del número de organizaciones que hicieron su primera inversión de impacto



Fuente: Elaboración propia del “Informe Roadmap for the Future of Impact Investing: Reshaping Financial Markets” (Bouri et al, 2018)

En definitiva, la evolución de esta industria ha sido breve pero intensa. En menos de 30 años ha logrado crecer exponencialmente y diversificar sus diferentes proyectos, logrando representar un valor en torno a los 500 mil millones de dólares, a finales de 2018, y con una participación de más de 1.300 organizaciones en todo el mundo (Dithrich & Mudaliar, 2019).

La situación actual demuestra que es un mercado muy atractivo y fragmentado en instrumentos, receptores y sectores. En relación a los instrumentos, existen diferentes tipos de herramientas como: créditos, *private equity*, capital riesgo, concesión de seguros etc. (Global Impact Investing Network, s.f). En relación a los diferentes receptores, África es el continente con el mayor número de inversiones de impacto, aunque sorprendentemente solo recibe un 5% de Inversión Extranjera Directa. Finalmente, en relación a los sectores, existen inversiones en energías renovables, sanidad, educación, comercio, o servicios financieros (Simon & Barmeier, 2010).

Con respecto a España, todavía es un mercado todavía prematuro. A finales del año 2018, se estimó que se movilizaron en torno a 90 millones de euros en activos de inversión de impacto (El Economista, 2019). España ha logrado dar un paso muy importante, en relación a la inversión de impacto. Esto se debe a que, desde junio del año pasado, España forma parte del GSG. Esto se ha hecho gracias a Foro Impacto, grupo creado para formalizar esta incorporación. Con esta incorporación, se busca multiplicar la inversión de impacto en el país (El Economista, 2019).

2.2.3. Características de los inversores

Cuando se habla de inversión de impacto, hay que tener en cuenta, cómo bien dice su palabra, el tipo de inversor que existe. Cabe destacar que todas aquellas personas que buscan hacer el bien, mientras lo hacen bien - *do good while doing well*; estarán llamadas a este tipo de inversión.

Según el Global Impact Investment Network (GIIN), existen diferentes tipos de actores: fondos de inversión, instituciones financieras, fundaciones privadas, compañías de seguros, inversores minoritarios, ONG e instituciones religiosas (Global Impact Investing Network, s.f).

Se puede observar que es una industria muy fragmentada, en donde no existe un claro protagonista, sino que los diferentes actores tienen un peso similar y, por tanto, una influencia parecida. En este sentido, las empresas se siguen enfrentando a un reto debido

a que no son los actores principales y por ello, si buscan involucrarse más, deberían de aumentar su presencia.

Ahora bien, diferentes investigaciones en Harvard clasificaron a los inversores en dos tipos (Kasturi et al, 2011):

- a. *Inversores Primero Impacto*: su objetivo principal es lograr un impacto social y/o medioambiental, con un segundo objetivo de lograr una rentabilidad financiera
- b. *Inversores Primero Financiero*: su objetivo principal es obtener una rentabilidad financiera, con un segundo objetivo de lograr un impacto social y/o medioambiental

El segundo tipo de inversor es más adverso al riesgo y entra en mercados más maduros, como el de microcréditos (comenzó a principios de los años 90), una vez que los *inversores Primero Impacto* hayan realizado sus inversiones en ese mercado, y hayan demostrado su viabilidad y rentabilidad. El resultado óptimo es cuando estos dos tipos de inversores se juntan debido a dos razones principales: los *Inversores Primero Impacto* logran incrementar la financiación; y los *Inversores Primero Financiero*, logran cumplir con sus requisitos de retorno financiero, debido a que los otros inversores asumen el riesgo (Kasturi et al, 2011).

Esta clasificación es muy interesante porque permite entender la esencia de este tipo de inversión, en donde los dos aspectos, financiero y social, tienen un peso igualitario. Por ello, una vez que se ha entendido las dos ramas principales, es necesario estudiar los resultados de este tipo de inversión, debido a que para que una inversión salga adelante, debe de tener resultados seductores.

2.2.4. Resultados de la inversión de impacto

Dentro de la inversión de impacto, se podrían distinguir dos resultados relevantes: el impacto social y/o medioambiental logrado y la rentabilidad financiera conseguida. Ambos resultados son imprescindibles si se quiere hablar de este tipo de inversión, especialmente porque es una inversión orientada a los resultados, tanto económicos como sociales y medioambientales (Cardona, Hevia, & Rodríguez, 2019).

Ahora bien, ¿Cómo se mide? Para entender esto, es necesario ser conscientes de lo que significa impacto. Impacto es la diferencia entre lo que hubiera pasado con una acción determinada y lo que no hubiera pasado sin la acción. Si bien parece fácil el concepto, a la hora de medirlo surgen dificultades, puesto que no es una fórmula absoluta que se aplica a todas las inversiones (Reeder & Colantonio, 2013).

A la hora de medirlo, se puede distinguir dos fases: antes de la inversión y después de la inversión. Antes de la inversión, se debería de analizar el proyecto, los actores que se involucran, la financiación necesaria, investigar si lo que se va a conseguir está en línea con lo que el inversor busca etc. Es decir, realizar lo que se conoce como análisis de coste-beneficio, de tal manera que los costes que se asuman sean menores que el potencial beneficio a conseguir. Por otro lado, una vez que se haya realizado la inversión, es imprescindible realizar un seguimiento de tal manera que se pueda medir el impacto tanto de manera financiera como social y/o medioambiental (Reeder & Colantonio, 2013).

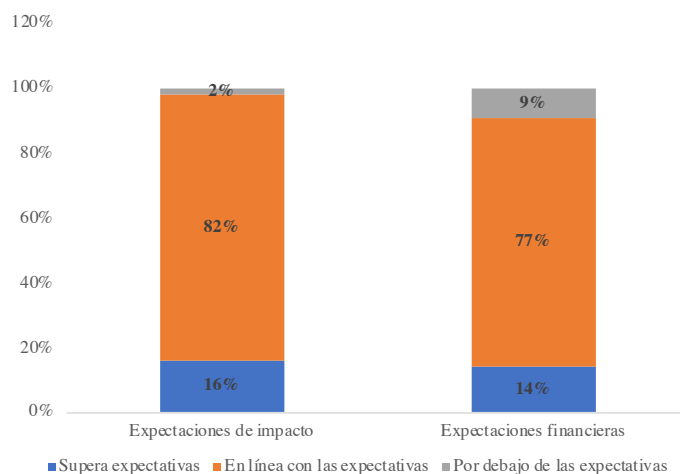
Adicionalmente, se están proponiendo otras medidas como incluir el impacto como un múltiplo de la inversión. O, por ejemplo, promulgar un nuevo tipo de fondo conocido como "los pagos por éxito", que significa que solo se va a pagar, si se ha realizado inversión de impacto (Muñoz & Esteller, 2019). Aquí cabe destacar un nuevo ratio conocido como "el retorno social de la inversión", que mide los principales grupos de interés, evalúa el posible impacto y estima económicamente ese impacto (Reeder & Colantonio, 2013).

Asimismo, en estos últimos años se han ido creando diferentes índices de calificación para este tipo de inversiones, aunque siguen todavía en periodos de desarrollo. Uno de los índices más conocidos es el IRIS (Impact Reporting and Investment Standards) creado, en 2009, por Acumen Fund, B Lab y la Fundación Rockefeller. Con este índice se busca crear un lenguaje mundial en relación a la inversión de impacto. El objetivo de este tipo de índices es de dar más visibilidad a la inversión de impacto puesto que aumentará su aceptación, al ser más fiable y rigurosa (Kasturi et al, 2011).

En relación a la rentabilidad financiera que se logra, se ha demostrado que la rentabilidad es positiva y que es capaz de superar al mercado de la bolsa de valores. Estimar la posible rentabilidad económica de una inversión es un proceso sencillo debido a que consiste analizar la pérdida o ganancia en base al capital que se ha empleado. Ciertos estudios demostraron que, por ejemplo, en la industria de los bienes de consumo, aquellas empresas con una concienciación social, sus márgenes eran 4.8 puntos porcentuales más altos que aquellas empresas que carecían de ella. O en la industria farmacéutica, el EBITDA era 8 puntos porcentuales más alto para aquellas empresas socialmente concienciadas (Feloni, 2018).

En un estudio que realizó el GIIN, quisieron demostrar las expectativas de la inversión de impacto, antes de realizarse. En el siguiente gráfico se expone el porcentaje de inversiones de impacto que estuvo por encima, en línea o por debajo de las expectativas, antes de que se realizara la inversión y antes de que salieran los primeros resultados, tanto financieros como sociales. Como se puede observar, el 80% de las inversiones acertaron con lo que se predijo, y el 77% de las inversiones cumplieron con las expectativas de la rentabilidad financiera (Global Impact Investing Network, s.f). Estas cifras tan altas lo que demuestran es que son proyectos viables, pero sobre todo reales, que buscan cumplir con lo que se había esperado. Para los inversores esto es muy positivo, debido a que da una seguridad el saber que no sólo el proyecto va a tener una rentabilidad económica y social palpable, sino que es muy probable que la inversión sea un éxito, puesto las expectativas son reales.

Figura 6: Expectaciones de la inversión



Fuente: *Elaboración propia* (Global Impact Investing Network, s.f)

Asimismo, además de tener en cuenta las expectativas antes de la inversión, sería interesante comparar las inversiones con la rentabilidad del mercado. Otros estudios llegaron a la conclusión de que la rentabilidad de la inversión de impacto, en la mayoría de las veces, está por lo menos en línea con el mercado. En otros casos, en torno al 20% de las inversiones, pueden llegar a tener una rentabilidad superior. Y por el otro lado, alrededor del 15% pueden tener una inversión por debajo del mercado (Global Impact Investing Network, s.f).

No obstante, habría que mencionar ciertas desventajas y límites en este tipo de inversión y sus resultados. En primer lugar, el escepticismo que existe de lograr tanto una rentabilidad financiera como un impacto social. Se cree que no son compatibles una con la otra y que al final, siempre se va a tirar hacia una de las dos ramas. En segundo lugar, la inversión no es tan grande como la tradicional, puesto que se llega a cuestionar su verdadero impacto (Brest & Born, 2013). Finalmente, se considera como un movimiento elitista, que conlleva a incidir más en la desigualdad entre los diferentes socios, el inversor y el invertido (Cardona, Hevia, & Rodríguez, 2019).

2.2.5. El por qué de la inversión de impacto

Esta pequeña reflexión con que se ha acabado el último punto refleja muy bien este último apartado, en el que se busca explicar por qué es importante esta inversión.

Si se empieza por la parte más cuantitativa, este tipo de inversión, en base a lo que se ha comentado anteriormente, tiene sentido. Varios estudios han demostrado que, aquellos fondos y empresas que van incorporando esta idea de inversión de impacto están creciendo más rápido que sus competidores (Feloni, 2018). De igual modo, es una inversión que está orientada a los resultados, en donde se busca, como cualquier otra inversión, maximizar la rentabilidad para sus accionistas (Cardona, Hevia, & Rodríguez, 2019). Pero ¿hay otro tipo de beneficio más allá? Esto se podría resolver en base a los beneficios para la empresa o fondo que se involucre en este tipo de inversión, y el beneficio que la sociedad recibe.

En relación al primer punto, hay que tener en cuenta que los “*bad profits*” (beneficios negativos) pueden perjudicar enormemente a las empresas. Las consecuencias

de estos beneficios ahogan a cualquier organización y le llevan a un decrecimiento, un daño en su reputación, a la alineación de sus clientes y a la desmoralización de los empleados. Asimismo, distorsiona el desempeño del negocio que resulta en un engaño a los inversores, y por ello, en una generación de malas decisiones, con el resultado final de dañar el posicionamiento de las empresas en la sociedad (Reichheld, 2008).

En este sentido, las empresas deben de buscar mejorar su imagen y su posicionamiento, y la inversión de impacto, es una manera muy positiva de lograrlo. No sólo porque lleva a restablecer la reputación, sino porque además trae consigo la atracción y retención de talento, la innovación y, la oportunidad de abrirse a nuevos mercados (Beal et al, 2017).

En relación al segundo punto, esta inversión de impacto beneficia también a la sociedad. Principalmente porque mejora el escenario para los inversores, se acumula capital para ayudar a aquellas zonas en donde se encuentran obstáculos para crecer, y se brinda ayuda técnica para crear relaciones estratégicas entre los diferentes socios (Brest & Born, 2013). Como comentaba Alejandro De León, la inversión de impacto busca cubrir una necesidad real, por tanto, tiene un impacto positivo y trascendental (De León, 2020).

3. ANÁLISIS Y DISCUSIÓN

Tras haber desarrollado en profundidad ambos conceptos y sus respectivas características, el siguiente apartado tiene el objetivo de analizar la posible relación que pueda existir entre la inversión de impacto y el activismo accionario.

Dentro de los actores que realizan inversión de impacto, nos podemos encontrar con diferentes tipos: empresas sociales, fondos de inversión de impacto etc. Gracias a las entrevistas que se realizaron, se ha tenido la oportunidad de conocer cuatro tipos de organizaciones que impulsan la inversión de impacto de distintas maneras. Antes de pasar a analizar en profundidad, se considera conveniente explicar de manera breve estas organizaciones.

3.1. Análisis de las organizaciones involucradas

Estas cuatro organizaciones, si bien diferentes, tienen un denominador común, lo que Sir Ronald Cohen llama “*el trinomio riesgo-retorno-impacto*”. Estas organizaciones han demostrado dos puntos muy importantes: a) En España cada vez hay un movimiento mayor que aboga por una inversión de impacto; b) No existe una fórmula absoluta para hacer inversión de impacto, se puede hacer de distintas maneras.

3.1.1. Microwd, una Fintech social

Microwd nace en 2013, cuando su fundador, Alejandro de León, tiene la oportunidad de viajar a Nicaragua para visitar un colegio donde había becado a unos niños. Durante ese viaje, las madres se acercaban a él y le pedían créditos para poder salir adelante y cumplir sus sueños (De León, 2019).

En un principio, y con sus propios ahorros, concedió 10 microcréditos, que con el tiempo y gracias al interés compuesto, se multiplicaron hasta llegar a conceder 84 microcréditos. En ese instante, Alejandro de León se dio cuenta que tenía que montar una empresa. Por lo tanto, Microwd no es una idea, es una necesidad de mercado (De León, 2019).

En este sentido, Microwd es una empresa que conecta a mujeres extraordinarias y emprendedoras en Latinoamérica, por ahora, México, Nicaragua y Perú, con inversores que buscan rentabilidad económica e impacto social. No debemos confundirlo con una ONG, pues Microwd nace con una clara vocación lucrativa, siendo la rentabilidad un factor clave. De esta manera, se consigue que las grandes fortunas también inviertan en proyectos como Microwd. Como nos comentaba Alejandro, “*Tenemos que demostrar que una mujer en Nicaragua puede ser más rentable que invertir en bolsa*”. Microwd nace con la convicción de que no es necesario renunciar a la remuneración del inversor para crear valor social al otro extremo del crédito (De León, 2020).

Microwd forma parte de Anima Ventures, la primera company builder española de empresas de impacto social. Anima Ventures diseña soluciones económicas para problemas sociales y, a día de hoy, ha creado e impulsado 6 start-ups. Además, Microwd

establece convenios de colaboración con socios locales (principalmente entidades sin ánimo de lucro, asociaciones, etc.), a través de los cuales lleva a cabo proyectos piloto cuando quiere comenzar a operar en nuevas comunidades (De León, 2019).

En 2019, lograron dar 4.381 créditos, y en 2020 esperan llegar a los 8.000. Asimismo, han logrado multiplicar los empleos en 2,45x por cada microcrédito, gracias a los negocios que las mujeres sacan adelante. Por otro lado, han conseguido un 7% de TIR histórico para sus inversores, desde su nacimiento. Lo cual refleja cómo este tipo de inversión, financieramente hablando, es muy interesante.

Para concluir, sería interesante dejar por escrito los logros de Microwd, para así entender, cómo su actividad verdaderamente genera un impacto en el mundo: han prestado a más de 3.000 familias; han generado un aumento de ingresos de 156%; el 91% de las mujeres prestatarias han mejorado su vivienda: el 93% de las madres prestatarias han invertido en la educación de sus hijos; y el 66% de las emprendedoras han ahorrado (De León, 2019).

3.1.2. Impact Bridge, un fondo de fondos de inversión de impacto

Impact Bridge, según su Director de Investigación, se define como “fondo de fondos”, y se centran en realizar asesoramiento de inversión de impacto, y en ofrecer a sus inversores productos financieros de calidad con alto impacto y retorno social. Esto lo hacen posible gracias a su equipo multidisciplinar, proveniente tanto del mundo de la inversión como del mundo de la responsabilidad social (Impact Bridge, s.f).

En sus productos combinan por un lado inversiones éticas y de impacto en instituciones financieras de primer nivel, con otras en cooperación internacional; de tal manera que, tengan productos diversificados, pero siempre con un impacto positivo. Además, cuentan con un comité de asesores internacionales que provienen de instituciones de reconocido prestigio y que han liderado, desde el origen de este sector, el desarrollo de prácticas en inversión de impacto a nivel global (Impact Bridge, s.f).

Adicionalmente, han creado la Fundación Impact Bridge, en donde se centran en tres líneas de actuación prioritarias (Impact Bridge Foundation, s.f):

- Generar espacios de encuentro entre diferentes actores clave del entorno para tender puentes entre el mundo económico y el social, y potenciar el ecosistema de las inversiones de impacto
- Impulsar la investigación y divulgación académica en materia de inversión de impacto y emprendimiento social
- Apoyar y acompañar a las empresas sociales y favorecer actividades de *venture philanthropy*

3.1.3. Foro Impacto, Global Steering Group for Impact Investment

Cómo se comentó en el apartado correspondiente a la evolución de la inversión de impacto, en 2015 surge el GSG. Sin embargo, tras dos años de funcionamiento, España no formaba parte de este grupo (Casasnova, Hehenberguer, & Urriolagoitia, 2019).

En 2018, Eurocapital EAF (Multi family office), Open Value Foundation (fundación familiar de inversión de impacto) y UnLtd Spain (fundación que da apoyo al emprendimiento social) decidieron unirse para formar Foro Impacto. Ellos se definen como una iniciativa de la sociedad civil – promovida por las tres organizaciones mencionadas, que aspiran a convertirse en la plataforma de referencia para la promoción e impulso de la inversión de impacto en España. Con Foro Impacto, su objetivo principal era poder entrar en el GSG (Casasnova, Hehenberguer, & Urriolagoitia, 2019).

Para entrar en este organismo es necesario dos requisitos: por un lado, acreditar que existe un mercado mínimo, es decir, una oferta de capital, una demanda de recursos y unos catalizadores de financiación; y por otro lado, un Consejo Asesor Nacional, representante del país en cuestión en el GSG. Por ello, durante la primera mitad de 2019, se dedicaron exclusivamente a crear el Consejo Asesor Nacional de España, Spain NAB (siglas en inglés). Por otro lado, han trabajado con más de 70 organizaciones del sector para formular una serie de informes sobre la oferta, la demanda y la intermediación de capital, patrocinado por empresas como Robecco o EY. Finalmente, en junio de 2019, en

un evento en el que asistió Sir Ronald Cohen, España formalizó su entrada en la organización mundial de inversión de impacto (Ponce de León, 2019).

Actualmente, Foro Impacto, en base a su informe final para entrar en el GSG, se dedica a (Casasnova, Hehenberguer, & Urriolagoitia, 2019):

- Fortalecer las empresas sociales a través de incubadoras y aceleradoras
- Atraer fondos públicos y privados para catalizar la inversión de impacto
- Apoyarse en el capital y el conocimiento de las fundaciones para impulsar la inversión de impacto
- Promover los contratos de pago por resultados para impulsar la innovación social
- Crear conocimiento e infraestructura de mercado para una economía de impacto

Con estas cinco líneas de actuación, Foro Impacto ha desarrollado diferentes recomendaciones de tal manera que la inversión de impacto se impulse en España. De este modo, podemos hablar de Foro Impacto como la plataforma encargada de promover la inversión de impacto a través de diferentes actividades para hacerla más atractiva.

3.1.4. Creas, primer fondo de impacto con normativa europea aprobado por la CNMV

Creas es uno de los fondos de inversión de impacto pioneros en España. Ellos abogan por un *“modelo de comprensión de las relaciones económicas, sociales y medioambientales que transforme la realidad”* (Creas, s.f, a). Se definen como un “inversor hands-on” (inversor activo), que además de financiación, fomenta un modelo de empresa que crea valor social y en donde el ser humano y el planeta ocupan el centro de la toma de decisiones.

Para ello, han creado una red de colaboradores, que aporta valor a las empresas en las que invierten y dinamizan las relaciones entre inversores y emprendedores para conseguir más inversión de impacto. Dentro de esta red de colaboradores, nos encontramos a aliados estratégicos como el IE Business School, o la Fundación

Telefónica; aliados para emprendimiento social, como Open Value Foundation, o Youth Business Spain; asesores jurídicos, como Cuatrecasas o Clifford Change; y asesores financieros como Qualitas Equity (Creas, s.f, a).

Se centran en cuatro sectores principales: educación, salud, sostenibilidad e innovación social. En ellos, se han enfocado en tender a las raíces del fracaso escolar, necesidades desatendidas de colectivos en riesgo de exclusión social, o nuevas soluciones que disminuyan el impacto ambiental de nuestra forma de producir y consumir (Segarra, 2019).

A la hora de invertir, este fondo ha ido evolucionando. *Creas Desarrolla* fue su primer producto de inversión y, además, el primer instrumento de inversión social independiente de España para invertir en proyectos empresariales que combinaran objetivos de impacto social y medioambiental. Posteriormente crearon *Creas Inicia*, que surgió de la necesidad de apoyar los emprendimientos sociales más prematuros. Se complementaban ambos productos puesto que ampliaban el alcance de sus anteriores instrumentos de inversión y se convirtieron así en el inversor de referencia en España (Creas, s.f,b).

Finalmente, en 2018, crearon *Creas Impacto*, el primer fondo institucional de inversión de impacto de España, inscrito en la CNMV. En este caso ya no sólo se habla de emprendimiento social, sino cualquier empresa cuyo objetivo es crear un impacto positivo medible (Creas, s.f,b). Por ejemplo, invirtieron en Koiki, una empresa de entrega y recogida de paquetes que tiene dos objetivos: por un lado, proporcionar empleo a personas con discapacidad intelectual, y por otro, reducir las emisiones de CO2 (Pérez Barco, 2019).

Por otro lado, ofrecen los llamados “Bonos de Impacto Social”. Estos instrumentos de inversión son, lo que se conoce como “contrato de pago por éxito”. Para ello, la administración publica define los resultados sociales a obtener, por los cuales se remunerará a los inversores – este tipo de inversor busca tanto una rentabilidad financiera como social (Segarra, 2019).

Creas se ha convertido en un referente en la inversión de impacto. Esto se puede ver a que han logrado que el Fondo Europeo de Inversiones haya invertido, por primera vez en España, 10 millones de euros en su fondo Creas Impacto (Segarra, 2019).

En definitiva, estas cuatro organizaciones, con sus propias iniciativas y ambiciones, son ejemplos claros de modelos excelentes que abogan por la inversión de impacto, y sirven para este trabajo de investigación para cumplir con el objetivo principal de entender la relación entre la inversión de impacto y el activismo accionarial.

3.2. ¿Qué significa inversión de impacto?

Si bien se ha explicado durante el trabajo de investigación qué es la inversión de impacto y sus características principales, se ha considerado que es fundamental entender qué entienden estos profesionales por inversión de impacto puesto que son ellos los que verdaderamente conocen este tipo de inversión. Asimismo, este apartado se centrará en abarcar uno de los subobjetivos de este trabajo de investigación: entender la importancia del impacto social. Se puede definir como una inversión con propósito, exigente, medible y con inversores que van más allá de lo puramente económico.

3.2.1. Es una inversión con propósito

Alejandro de León comentaba que, para él, inversión de impacto significaba “*solución económica para un problema social o medioambiental*”, es decir, un producto financiero utilizado para solucionar una necesidad real, en el cual, el impacto que se crea es consecuencia de la solución a dicho problema. Si se utiliza el ejemplo de Microwd, unos microcréditos para mujeres que necesitan financiación para sacar adelante sus proyectos. Por tanto, es imprescindible entender que es una inversión con un propósito claro: hacer frente a un problema social o medioambiental más allá del posible rendimiento esperado.

Alejandro decía que la diferencia de este tipo de inversiones es que se enfocan en necesidades reales que existen actualmente: en el mundo, hay mil millones de mujeres que necesitan financiación y, por ende, al ayudar a satisfacer esa necesidad, el impacto es inmediato y sobre todo muy positivo, por ejemplo, el 66% de las mujeres que reciben un microcrédito de Microwd ahorran. Asimismo, trae consigo una rentabilidad muy positiva

para los propios inversores, que no sólo ven que están creando un impacto, sino que además, su rentabilidad es positiva, en este caso un TIR histórico de 7.3% (De León, 2020).

3.2.2. Es una inversión sostenible y responsable muy exigente

Los entrevistados compartían que hay muchas veces que este tipo de inversión tiende a confundirse con la inversión sostenible y responsable; sin embargo, todos ellos coincidían que es un tipo de la inversión sostenible y responsable, pero más exigente.

En este sentido, “exigente” se refiere a que es una inversión que, no sólo requiere un rendimiento financiero positivo, como cualquier otro tipo de inversión tradicional, sino que, además, se pide un impacto real y palpable: unas mujeres que mejoran su vida, unas personas en riesgo de exclusión con empleo o una tasa de contaminación más baja. Es decir, es una inversión que intenta ir más allá de lo puramente económico.

Además, los entrevistados mencionaban la palabra “*confianza*” desde dos ámbitos. Por una parte, el inversor tiene que confiar en que el rendimiento va a ser el esperado y que además va a tener impacto. Se habla por tanto de una confianza doble, más arriesgada que las inversiones tradicionales y por ello más exigente. Pero, aunque es una inversión arriesgada, también es real y palpable, puesto que los proyectos son necesidades reales. Esto permite ofrecer una ventaja competitiva, puesto que el inversor va a poder conocer de primera mano cómo está influyendo su capital aportado.

3.2.3. Es una inversión medible

Lorenzo Guerra, comentaba que una inversión de impacto sin medición es una intención vacía. Si verdaderamente se quiere crear un impacto, se tiene que ser capaz de medirlo. Por ejemplo, Creas sólo invierte en compañías cuyo impacto está íntimamente ligado con las ventas, es decir, con el producto que ofrecen. Esto es porque si sus ventas aumentan, su compañía crece y, por tanto, su impacto crece (Guerra, 2020).

Es imprescindible que estas inversiones sepan medir el impacto que están generando. Cuando se habló con los entrevistados, todos coincidían en este aspecto y

consideraban que, si no eran capaces de medir el impacto y reportarlo, entonces no existía impacto como tal y por ende, no se podía hablar de inversión de impacto.

Como consecuencia, existen dos tipos de reportes fundamentados en las dos ramas principales de esta inversión. El primer reporte es el “típico” financiero, basado en unas métricas estandarizadas, y que todo tipo de inversión ya sea cotizada, de *private equity* o inversión de impacto, realiza para sus inversores. Por ejemplo, en Microwd, cada inversor puede hacer seguimiento de su inversión teniendo en cuenta métricas cómo la inversión recuperada, porcentaje de créditos que se han adelantado el pago o la liquidez de su inversión.

El segundo reporte es el correspondiente al de la medición de impacto. En base a las entrevistas, se observó que este reporte es más complicado de medir puesto que no hay unas normas absolutas que se puedan aplicar. Por ello, este informe depende del tipo de proyecto y es un abordaje mucho más cualitativo, que lleva por detrás una profunda investigación.

Por ello, para este tipo de inversión el tipo de proyecto en el que deciden invertir es fundamental. Braulio Pareja comentaba que, aunque un proyecto económicamente sea muy fuerte, si no cumple con las métricas de generar impacto, Impact Bridge no decidía involucrarse (Pareja, 2020). “Cumplir con estas métricas” significa que en la esencia del proyecto se encuentre el impacto; que no sea un efecto colateral, sino el fin último. Al fin y al cabo, la ventaja competitiva de esta inversión es el impacto que genera, por ende, es necesario que exista un impacto medible. Desde Impact Brige y Creas comentaban que analizaban detenidamente cada proyecto y realizaban una “*due diligence*”, pero con el matiz extra determinante: el impacto.

Además, en este segundo reporte, José Luis Ruiz de Munain, añadía lo que en su momento dijo Sir Roland Cohen, si se pudo definir un sistema contable a nivel global, ¿Por qué no se puede aplicar a la inversión de impacto? Es más, comentó que el GSG junto con la Universidad de Harvard, estaban creando un sistema para monetizar dichas inversiones en función del impacto social que tengan, ya sea este positivo o negativo. Por

lo que, es cuestión de tiempo que aparezca un sistema homogéneo para toda inversión con impacto.

Finalmente, en línea a lo que se había comentado anteriormente con respecto a la confianza que este tipo de inversión requiere, si se quiere que esta confianza aumente, o por lo menos, se mantenga estable, es imprescindible demostrar al inversor que su capital está teniendo sus frutos, y que hay un impacto palpable y medible.

3.2.4. Formada por inversores que van más allá

Antes de realizar las entrevistas, se tenía una concepción que estos inversores propios de la inversión de impacto deberían de tener algo “especial”, una ambición distinta al típico inversor tradicional, un filántropo. No obstante, sorprendió la respuesta de todos estos expertos.

En relación a los inversores, se va a realizar una clasificación entre inversores institucionales e individuales.

Entre los inversores institucionales se encuentran fondos tradicionales, fundaciones o hasta compañías religiosas. En general, tienden a tener “menos tiempo” para ver de primera mano la creación de impacto, pero es importante tenerlos en cuenta y hacerles un seguimiento porque la suma de capital es muy superior a la de los inversores individuales. Por ejemplo, en Creas, su principal inversor es el Fondo Europeo de Inversiones, con una aportación de 10 millones de euros (Guerra, 2020).

Con respecto a los inversores individuales, todos los entrevistados coincidían que sus inversores, en general, no se podían encasillar como inversores meramente altruistas. Es más, la mayoría de ellos tienen inversiones tradicionales y se puede valorar que, muchos de ellos “tienen la vida solucionada”. Aunque en un principio pudiera extrañar, en realidad, tiene mucho sentido por varias razones. En primer lugar, la inversión de impacto, al fin y al cabo, es una inversión, por tanto, la rentabilidad económica es importante. A estos inversores les va a importar el rendimiento, por lo que, no se les puede

considerar puramente altruistas, si se tiene en cuenta la definición propia del altruismo⁷. En segundo lugar, es una inversión con riesgo, y muchos inversores aportan capital en la inversión de impacto como estrategia para diversificar su cartera. Por último, es una inversión con una rentabilidad palpable y positiva, por tanto, cada vez está llamando más a todo tipo de inversor.

No obstante, si bien estos inversores son también tradicionales, todos comparten un sentimiento de hacer algo por el mundo. Al tener una cartera amplia, consideran que pueden destinar una parte a hacer el bien; antes hacían una donación a una fundación, ahora invierten en este tipo de inversión. Por consiguiente, en general, tienden a ser inversores con la ilusión de formar parte de algo más grande, y el saber que su inversión está creando un impacto, les satisface esa necesidad de involucración. En una entrevista con uno de los inversores de Microwd, este inversor comentaba que, para él, era una inversión que tenía sentido y que le salía de dentro porque la rentabilidad que recibía era muy superior al porcentaje financiero; la rentabilidad era saber el impacto que estaba generando. De aquí otra vez la importancia de un reporte de impacto, para que estos inversores puedan valorar su inversión.

En línea con esto, varios de los entrevistados comentaban que era muy importante mantener una relación directa con este tipo de inversor y que buscaban ofrecerles, no un producto financiero, sino una experiencia. Por ejemplo, en Creas, organizan eventos y juntas con todos los inversores para que se conozcan entre ellos o para que conozcan de primera mano el proyecto. Lorenzo Guerra comentó que en un proyecto que se realizó para un colegio, la junta se celebró ahí de tal manera que los inversores tuvieran la oportunidad de ver, con sus propios ojos, todo lo que había logrado su inversión. O, Alejandro de León comentó que estaban planeando un viaje a Nicaragua para que pudieran conocer a las mujeres y a sus negocios. Al final, este tipo de inversión pasa de ser un capital aportado, a algo más allá: una oportunidad de mejorar el mundo en el que vivimos. Como comentaba Alejandro de León, son inversores que creen que el futuro va a ser mejor que el presente y confían en esa inversión de impacto.

⁷ Según la RAE, el altruismo se define como aquel fenómeno por el que algunos individuos de la misma especie benefician a otros a costa de sí mismos.

Es interesante acabar este apartado hablando del futuro. La inversión de impacto está creciendo, y es indudable que cada vez se pide más a las empresas que tomen conciencia de sus propias acciones. Con la crisis actual que se está viviendo, se preguntó a los entrevistados qué pensaban que iba a ocurrir con este tipo de inversión, y la respuesta fue unánime: va a aumentar. Esta crisis no sólo está siendo sanitaria o económica, sino también social; está provocando un sentimiento de humanidad y sostenibilidad; y, la inversión de impacto juega un papel clave en esto, al igual que lo hizo en la crisis de 2008.

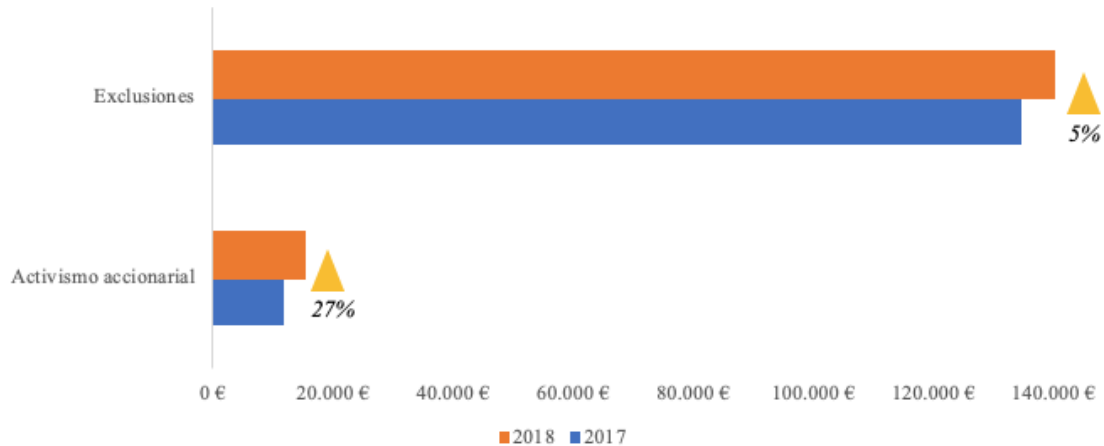
3.3. La relación entre el activismo accionarial y la inversión de impacto

Tras haber explicado las cuatro características que definen a este tipo de inversión, este apartado se centra en responder a la cuestión principal de este trabajo de investigación: ¿Puede haber activismo accionarial en la inversión de impacto? Para ello, se utilizarán las conclusiones extraídas del análisis de los tres estudios comentados en el apartado de metodología.

Todos estos estudios han demostrado que el activismo accionarial, no sólo está aumentando en todo el mundo, sino que, además, se ha convertido en una estrategia estrella de la inversión sostenible y responsable. En estos últimos años, y sobre todo motivado por la importancia de los ODS, el activismo accionarial se ha convertido en una estrategia muy atractiva, puesto que ha demostrado que es una manera muy eficiente para aumentar factores extra-financieros, además de la rentabilidad.

Esto ha provocado que, durante estos últimos años, se haya convertido en la estrategia de ISR con mayor crecimiento, superando a la estrategia de exclusión, la pionera en este tipo de inversión.

Figura 7: Variación Activismo accionarial



Fuente: *Elaboración propia* (Spainsif, 2019)

Esto se justifica porque el activismo accionarial logra convencer, gracias a su manera de actuar, a que las empresas integren los criterios ASG en sus políticas. Al contar con su proceso de actuación, descrito en el apartado pertinente, son capaces de presionar para implementar iniciativas de impacto social. En este sentido, no sólo buscan maximizar el valor y la rentabilidad de las compañías, sino que además incitan a un comportamiento socialmente responsable.

Esta manera convincente se refleja en las dos técnicas que utilizan normalmente cuando buscan generar un cambio en la estrategia, política o gobernanza de una organización. La primera técnica es lo que se conoce como *engagement* (diálogo activo), la cual se utiliza para abrir canales de comunicación entre los accionistas y los inversores con el fin de mejorar la estrategia de la compañía, a través de los criterios ASG. La segunda técnica utilizada es lo que se denomina como *voting* (voto), en donde a través del derecho a voto o delegaciones de voto en la Junta de Accionistas, intentan influir en las estrategias y prácticas ASG. Es decir, a través de un voto, buscan que las compañías adopten en las estrategias los criterios ASG.

De esta manera, sin ninguna duda, se puede afirmar que existe una estrecha relación entre el activismo accionarial y la inversión sostenible y responsable, especialmente, gracias a su manera de actuar. Adicionalmente, se puede afirmar que el

efecto puede ser más auténtico y positivo, que si este activismo no hubiera existido; puesto que se aseguran de que los cambios hacia los criterios ASG se implementen.

Ante esta situación, en donde se ha podido comprobar que el activismo accionarial es una estrategia fundamental para aumentar la inversión sostenible y responsable, se puede identificar la relación que existe entre la inversión de impacto y el activismo accionarial, objetivo principal de este trabajo de investigación.

Cómo se ha comentado en el apartado anterior, la inversión de impacto es un tipo de inversión sostenible y responsable mucho más exigente. Por tanto, la inversión de impacto podría considerarse como otra estrategia para la promulgación de la inversión sostenible y responsable. La diferencia entre la inversión de impacto y el resto de las estrategias es que la primera busca concienzudamente un impacto social y/o medioambiental, mientras que el resto, buscan que se integren los criterios ASG, independientemente del impacto social o medioambiental que se cree.

Por ello, podemos concluir que la relación que existe entre el activismo accionarial y la inversión de impacto es porque ambas son estrategias de ISR. Cuando se habla del nuevo Activismo ASG, el activismo accionarial que aboga por la defensa de la inversión sostenible y responsable, no se puede considerar como una estrategia para realizar inversión de impacto, sino una nueva manera dentro del activismo que aumenta la ISR. El activismo como tal no tiene el fin de generar un impacto, mientras que la inversión de impacto ese es su fin último. Tiene que ser una inversión con un propósito de resolver un problema, no de inducir un mejor comportamiento.

Aunque ambas estrategias abogan por lo mismo, incitar en el mundo de la inversión una tendencia de cuidar el mundo que nos rodea, no se puede decir que el activismo accionarial ayudaría a los fondos de impacto a crear un mayor efecto en la sociedad, porque, primeramente, el activismo accionarial no busca un impacto, y en segundo lugar, la inversión de impacto no busca un cambio, sino un aumento de un impacto intrínseco. Por ende, no se puede afirmar que exista activismo accionarial en la inversión de impacto.

No obstante, al hablar con los diferentes expertos, sí que mencionaban la importancia del activismo dentro de la inversión de impacto. Hablaban de activismo porque buscan influir en las estrategias de las compañías y en los inversores. Sin embargo, no se puede considerar como activismo accionarial como tal, sino un nuevo tipo de activismo crucial para que esta estrategia de ISR se lleve a cabo con éxito. Esto se refleja con una frase que Lorenzo Guerra comentó: *“los fondos de impacto social deberíamos de buscar ser activistas, especialmente por la esencia que nos marca”*.

3.4. Un nuevo tipo de activismo

No se puede negar que en este tipo de inversión no existe un tipo de activismo. Cuando se hablaba con Alejandro de León decía que, para él, sus motores sociales, es decir, las mujeres y los inversores eran activistas porque eran “verdaderos líderes”. Con eso se refería a que eran capaces de generar un efecto en las personas, y conseguían que les siguieran: las mujeres traían otras mujeres extraordinarias y los inversores, otros inversores con ganas de generar un impacto. Ante esto, y en base a lo que se ha ido estudiando durante este trabajo de investigación sobre el activismo accionarial y la inversión de impacto, se propone un nuevo tipo de activismo, propio para este tipo de inversión.

Este activismo destacará por tres características que lo harán único, pero, sobre todo, útil para la inversión de impacto. Se cree que, con este nuevo tipo de activismo, la inversión de impacto podría crecer más, debido a que se buscaría dar más voz y convencer de la importancia de este tipo de inversión, pero no desde un ámbito agresivo, sino meramente constructivo.

3.4.1 Activismo, pero no accionarial

Una de las principales diferencias entre este activismo y el activismo accionarial es que pierde esa condición de “acción”, aunque siga siendo activismo. Esto significa que no es necesario que los inversores sean accionistas, participen en la Junta de Accionistas e influyan a través del dialogo activo o del voto.

Primero se habla de activistas porque son los primeros en llegar, son pioneros en lo que hacen. Ejemplos son Creas, que son el primer fondo institucional de impacto aceptado por la CNMV o Foro Impacto, que, gracias a su aparición, España tiene su lugar en el GSG. Pero ellos no lo han conseguido porque se han metido en Juntas de Accionistas o han demandado un cambio. Al contrario, nunca han demandado nada. Sólo han querido promulgar que todo lo que hacen tiene sentido: porque hay personas que lo necesitan, hay necesidades en el mundo que tienen que ser cubiertas y no hace falta que lo lleve una ONG, el mercado puede perfectamente. Por eso, por ejemplo, Foro Impacto busca a gente influyente en su NAB, porque gracias a ellos elevaran la inversión de impacto.

En segundo lugar, cómo se apuntaba antes, no son accionistas, son líderes en sus sectores. Líder no sólo por la posición que ocupan, sino porque han sabido influir, conmovier a las personas y hacer ver que la inversión y lo social, pueden ser uno sólo. Quieren desafiar a la inversión tradicional, quieren demostrar que *“una mujer en Nicaragua es igual de rentable o hasta más, que una acción en el IBEX 35”* (De León, 2020)

Asimismo, hay muchas maneras de influir, y cada uno tiene que descubrir la manera en que lo hace. Puede ser entrando en una Junta de Accionistas, pero puede que no. Además, estos fondos logran generar una doble influencia: tanto en los inversores como en los proyectos. Por tanto, cómo decía Braulio Pareja, *“este concepto de activismo se puede transmitir y aplicar a todo el sistema de inversión, no sólo al hecho de tener acciones”*.

En cuarto lugar, se habla de activismo porque buscan convencer del nuevo “trinomio” que caracteriza esta inversión “riesgo-rentabilidad-impacto”. El sector financiero es un sector muy complicado y movido por el beneficio, por lo que es imprescindible estrategias fuertes, capaces de convencer y que atraigan.

Para ello, estas estrategias de comunicación deben de ser atractivas y demostrar que es un sector creciente con altas expectativas en el futuro. En otras palabras, crear una “revolución de impacto”. Dentro de estas estrategias, son interesantes algunas de las

recomendaciones de Foro Impacto, que se habían propuesto en el apartado anterior, puesto que buscan fomentar la inversión de impacto a través de diferentes medidas. Por ejemplo, quieren crear conocimiento e infraestructura de mercado para una economía de impacto. Esto se debe a que todavía queda mucho por enseñar, porque es un sector prematuro y que no ha llegado a los oídos de todos los inversores, y por ello, buscan diseñar una intermediación financiera y no financiera para formar más. Se habla de una “cultura de medición y gestión del impacto” (Ruiz de Munain, 2020).

Este tipo de recomendación es un ejemplo que permite fortalecer este sector y atraer a más inversores. Si estos inversores líderes transmiten una imagen de un sector con grandes expectativas y planes consolidados para el futuro, darán una imagen de seguridad. Está claro que lo que más echa para atrás a los inversores es la incertidumbre, por tanto, para llegar a más inversores y que este tipo de inversión crezca más, es imprescindible que generen confianza, adjetivo esencial cómo se ha comentado anteriormente. Si confían, ya se ha recorrido mucha parte del camino.

3.4.2 Un proceso de influencia distinto

Otra característica de este tipo de activismo, diferente del activismo accionarial, es su proceso de influencia. La clave en este proceso es que no demandan un cambio en la estrategia, política, o gobernanza, sino que quieren influir para generar un mayor impacto, tanto en los inversores, como en las empresas en las que invierten.

Figura 8: Marco de influencia del activismo de la inversión de impacto



Fuente: Elaboración propia

Cuando se habla de la influencia en los inversores, se refiere al momento antes de que estos decidan aportar su capital en los fondos o en las empresas sociales. Para convencerlos, su proceso se centra en un discurso que tiene que ser:

- **Convincente:** hacer ver que es un sector con altas expectativas de crecimiento, pero, sobre todo, que genera un impacto medible y palpable, de ahí la importancia de los reportes de impacto, explicados anteriormente
- **Conmover:** existen necesidades reales que se tienen que satisfacer
- **Económico:** ganarán una rentabilidad financiera capaz de igualar a la del mercado
- **Inspirador:** no es una mera inversión tradicional, es una inversión para mejorar el mundo

Una vez convencidos, los inversores depositan su confianza y, por tanto, es imprescindible, seguir con la tesis de inversión que se les ha prometido en el discurso, realizar un seguimiento continuo y hacerles partícipe de la experiencia.

Por otro lado, se encuentra la otra rama de influencia de este tipo de activismo: influencia en las empresas/proyectos en los que invierten. Este proceso cuenta con varias fases:

- **Fase de oportunidad de negocio:** como el activismo accionarial, ven en una empresa o en un proyecto una oportunidad para no solo percibir una rentabilidad económica, sino aumentar el impacto que generan. Esto es una de las grandes diferencias con respecto al activismo accionarial, puesto que en esta búsqueda es cuando deciden meramente invertir en aquellas empresas que tengan un propósito y un consecuente impacto capaz de ser medido. Al fin y al cabo, ya existen empresas de envío de paquetes como Koiki, pero lo que les hace diferente es que generan un impacto al emplear a personas en riesgo de exclusión.
- **Fase de análisis de la empresa:** lo que entrevistados llamaban como “due diligence”. En esta fase se dedican a analizar todos los aspectos de la empresa, especialmente el impacto que generan. Aquí tienen en cuenta lo que se conoce como “long- step model”. Es decir, analizan que el impacto que crea la empresa está marcado en su esencia, y que, por tanto, su inversión solo suponga un aumento del impacto pero que no lo cree. Esto es porque tienen que asegurarse que en el mismo momento en el que desinvirtan, la compañía siga generando un impacto. No buscan empresas dependientes, al contrario.

- **Fase de inversión:** deciden invertir en la compañía en cuestión, actualizan el pacto de socios de la compañía y diseñan un plan de impacto, en el cual establecen las métricas a utilizar. Durante este proceso, en ningún momento, presionan a la compañía para que cambie su forma de hacer su negocio, simplemente miden el impacto que generan y les recomiendan, gracias a su plan, medidas que pueden implementar para aumentarlo. Esta es una de las diferencias clave con respecto al activismo accionarial, no buscan cambiar nada, solo recomiendan y miden el impacto. En otras palabras, les ayudan a ser mejores, pero sin demandarles nada.
- **Fase de desinversión:** tras el periodo de inversión, en general, desinvierten. El fin último es que la empresa siga generando aún más impacto.

La gran característica durante este proceso es que, se aleja del tono agresivo que puede caracterizar al activismo accionarial, y que mucha gente relaciona cuando piensa en este tipo de activismo, especialmente por el papel que están jugando los Hedge Funds en este ámbito. Pasa a convertirse en un activismo mucho más inspirador, como se ha caracterizado anteriormente. De igual modo, no tendría sentido que una inversión que se centra en mejorar el mundo en el que vivimos, se haga de una manera agresiva, puesto que sería totalmente contrario a la esencia que lo caracteriza.

En definitiva, es un activismo constructivo que tiene un doble objetivo: influir en los inversores para que inviertan en sus proyectos y formen parte de este nuevo paradigma del mundo de la inversión; recomendar y ayudar a las empresas a que aumenten su impacto y lo sepan medir.

3.4.3 Actores de cambio

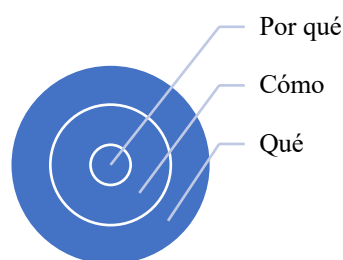
Finalmente, ante este activismo caracterizado por ser constructivo, se quiere acabar con la última característica: es un activismo formado por actores de cambio. Esta palabra la dijo Braulio Pareja cuando explicaba que significaba para él ser activista, y se ha considerado crucial para entender este nuevo activismo que se ha propuesto en este trabajo de investigación.

¿Por qué actores de cambio? Tanto los inversores, las empresas sociales o los fondos de inversión de impacto destacan por querer un cambio en el mundo. Cada uno, con sus propias maneras, desean que las necesidades reales se satisfagan: un mundo con igualdad de oportunidades, el medio ambiente protegido... Tienen un propósito que va más allá de lo puramente económico: verdaderamente quieren dejar su huella en el mundo y quieren concienciar en que más gente se pueda unir a este nuevo movimiento.

No obstante, ¿Qué significa ser un actor de cambio? Al hablar con Alejandro de León, este mencionó lo que se conoce como el “Golden Circle” de Simon Sinek. Este hombre, en una charla TED en 2009, explicó porqué los grandes líderes inspiran a la acción. Tras entender a lo que se refería, se pudo ver reflejado lo que dice Simon Sinek en estos actores.

En su charla, explicaba que la gran diferencia entre Apple y cualquier otro competidor reside en su forma de dirigirse a los demás. ¿Y esto qué significa? Explicar primero el porqué, luego el cómo y finalmente el qué. Lo que demostraba es que, todas las empresas o fondos te saben explicar qué venden, en qué invierten; algunos cómo lo hacen; pero, muy pocos el por qué lo hacen. Simon Sinek decía que el por qué no es el beneficio que creas o lo que la organización gana, eso es un resultado; sino el propósito, el porqué de su existencia.

Figura 9: El funcionamiento del Golden Circle



Fuente: Elaboración propia

Por ello, la gran diferencia entre las organizaciones que inspiran y las que no, son aquellas que son capaces de dirigirse a los demás desde dentro hacia afuera. Cómo explicaba Simon Sinek, las personas muchas veces se guían por las emociones y, por tanto, comunicarse de esta forma, despierta estos sentimientos y provoca actuar. Esto se

justifica gracias al sistema límbico puesto que en él residen nuestros instintos. Por ello, si primero se explica el por qué, luego el cómo y finalmente el qué, se logra despertar a este sistema y hace sentir a las personas, y, por ende, les hace actuar (Sineck, 2009).

En el apartado pertinente se había expresado que los inversores son verdaderos líderes, pero también las empresas sociales y los fondos. Gracias a su discurso, han logrado tocar el corazón de las personas para que se involucren y apuesten por la inversión de impacto. Han aplicado la técnica del Golden Circle y han creado un antes y un después en estos inversores, al despertar en ellos unas ganas que antes, por incertidumbre, no habían salido a la luz.

Han explicado que la gran importancia de esta inversión es el por qué – una necesidad real, como mil millones de mujeres que necesitan financiación; después el cómo – a través de microcréditos; y finalmente el qué – con un TIR histórico del 7%. Esto lo comentó tal cual Alejandro de León y añadía, *“si se explica así, el inversor no te va a exigir la rentabilidad, porque con lo que ese ha quedado es que va a ayudar a las mujeres a mejorar su vida”*. Puede parecer que lo han explicado así para vender más, pero su discurso es de esta manera porque es la forma que mejor describe a este tipo de inversión.

Lo que hace distinto a esta inversión es su propósito, su por qué: el impacto que generan. El cómo y el qué, se deja en un segundo plano, porque los inversores dan por hecho que lo harán de una manera eficiente y que les dará una rentabilidad, al fin y al cabo, son empresas y fondos formadas por excelentes profesionales. Sin embargo, lo que les ha motivado a adentrarse en este sector, no es la forma o el rendimiento, sino el por qué. Y por ello, se puede afirmar que son verdaderos actores de cambio.

La inversión de impacto, y con este activismo que se propone, han logrado lo que hace 20 años parecía inconcebible: una inversión inspiradora, constructiva y rentable. Han conseguido despojarse de todos los adjetivos negativos que definían a la inversión y han fomentado una inversión totalmente conmovedora. Una vez más, esto que se acaba de apuntar, define a estos actores de cambio, puesto que no sólo han transformado a la inversión, sino que también a muchos inversores con ella; han creado un nuevo

movimiento, que cómo se ha podido ver durante todo este trabajo de investigación, tiene muchas expectativas de crecimiento.

En definitiva, este nuevo tipo de activismo está caracterizado por influir en las organizaciones, no por una compra de acciones, como el activismo accionarial, sino por su mera forma de ser. Asimismo, tienen un proceso de influencia basado en la mejora y en el aumento del impacto. Pero, sin lugar a dudas, es un activismo formado por verdaderos actores de cambio que buscan un mundo mejor y, sobre todo, confían en que ese mundo puede alcanzarse.

Todo este análisis ha enseñado varias cosas. En primer lugar, se ha logrado identificar la relación entre activismo accionarial y la inversión de impacto, que se podría definir como una relación de “compañeros” de estrategias de inversión sostenible y responsable. Por otro lado, se ha entendido la importancia del impacto social y el beneficio del activismo accionarial en las organizaciones, cumpliendo así los subobjetivos. Pero, sobre todo, se ha aprendido que la inversión de impacto puede realizarse de distintas maneras, pero tiene que tener un propósito y una medición y, que para promulgarla, el activismo inspirador es la mejor manera puesto que no sólo se cuenta con fuertes estrategias, sino con verdaderos actores que abogan por un cambio en la sociedad y confían en un mundo más próspero.

4. CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIONES

La inversión sostenible y responsable ha abierto la puerta a un nuevo mundo dentro de la inversión, en el cual conseguir una rentabilidad financiera atractiva y una mejora en el mundo en el que vivimos, es posible. Debido a las diferentes crisis actuales, como el cambio climático, y la importancia de los ODS, ha surgido un nuevo paradigma social, en dónde el ser humano se está dando cuenta de la importancia de impulsar un sistema que favorezca a las personas y al planeta. Asimismo, el desarrollo sostenible está demandando a todas las organizaciones, tanto públicas como privadas, a impulsar un cambio para proteger la vida de las futuras generaciones. Como consecuencia esta situación está generando una pequeña revolución en todas las empresas, puesto que están

alterando sus modelos de negocio para incorporar criterios sociales y medioambientales. Dentro de este cambio, la inversión sostenible y responsable se está utilizando como medio para canalizar los diferentes esfuerzos debido a que ayuda de manera muy eficaz a incorporar los diferentes criterios.

El activismo accionario es una de las estrategias más al alza en este sentido. Durante este trabajo de investigación se ha podido comprobar cómo ha ido evolucionando hasta posicionarse donde se encuentra actualmente, y cómo actúa y presiona para demandar una serie de cambios en las organizaciones. Gracias a diferentes técnicas como el voto, han logrado que las compañías adopten un comportamiento apto para la inversión sostenible y responsable. Adicionalmente, debido a su eficacia, en estos últimos años, se ha convertido en la estrategia con mayor crecimiento dentro de la ISR. No obstante, sigue existiendo mucha resistencia debido a que se considera como una estrategia que manipula y presiona, hasta de manera agresiva, para conseguir sus objetivos.

Por otro lado, puede pasar que se confunda la inversión sostenible y responsable con la inversión de impacto. No obstante, cómo se ha podido comprobar en este trabajo de investigación, el segundo tipo de inversión es otra estrategia más para impulsar el primer tipo. Ante esto, se puede concluir que la única relación existente entre el activismo accionario y la inversión de impacto descansa en que ambos son maneras de promulgar la ISR, y, por tanto, con respecto al tema de este trabajo de investigación, **no puede existir activismo accionario en la inversión de impacto.**

Esto se debe a que el activismo accionario, mientras que con sus actuaciones impulsa la ISR, no crea un impacto social y medioambiental medible y con propósito, cómo lo hace la inversión de impacto. En otras palabras, ambos conceptos tienen la misma meta, pero utilizan diferentes vías para llegar a ella.

En este trabajo de investigación se ha tenido la oportunidad de conocer a fondo este tipo de inversión, gracias a la diferente literatura ya existente, pero, sobre todo, gracias a la experiencia de los cuatro profesionales a los que se entrevistó. Se ha aprendido que la inversión de impacto tiene un propósito claro, una medición rigurosa y necesaria

– gracias al reporting de impacto; y, a unos inversores que, aunque se les puede considerar “tradicionales” porque buscan una rentabilidad financiera, les mueve en su interior algo que va más allá y por eso se adentran en este sector.

Ante esta relación que se ha razonado y la forma en la que se ha descrito la inversión de impacto, se ha llegado a la conclusión que, aunque no se puede hablar de que los fondos de impacto social se conviertan en activistas accionariales, sí que existe un activismo en esta inversión. No obstante, es un **activismo especial**.

En primer lugar, no es accionarial, sino que busca influir transmitiendo el fuerte mensaje que lo caracteriza. No busca con un voto o un diálogo que se produzcan cambios, sino con un discurso conmovedor, inspirador y rentable, en el que se convenza de que es una inversión económica y socialmente atractiva. En segundo lugar, utiliza un proceso de influencia constructivo, esto es, que no busca ni presionar, ni manipular; más bien, al contrario. Desde una perspectiva constructiva, la inversión de impacto incide en las diferentes empresas para aumentar el impacto que éstas generaban previamente. Por ello, dedican muchos de sus esfuerzos en elegir proyectos que verdaderamente tienen un impacto intrínseco.

Finalmente, es un activismo peculiar porque está impulsado por verdaderos actores de cambio, que se comunican de una manera que son capaces de inspirar a los demás, y de producir en ellos un sentimiento de pertenencia a una comunidad cada vez más grande. En base a lo que decía Simon Sinek, son capaces de transmitir el por qué de su existencia, logrando captar cada vez a más inversores y organizaciones. En resumen, es un activismo que junta todo lo necesario para promulgar la inversión de impacto y para llegar a los corazones de cada vez más gente, porque lo que tiene de diferente esta inversión es que no solo mueve dinero, sino también sentimientos.

No obstante, todavía queda un largo camino por recorrer y la inversión de impacto todavía no ha llegado a una fase de madurez, especialmente en España. Si bien es cierto que, gracias a la aparición de plataformas como Foro Impacto, este tipo de inversión incrementará en los próximos años, hay que tener en cuenta que se sigue necesitando

muchos esfuerzos por parte de los fondos de impacto social, los inversores y las diferentes empresas.

Ante esto, se propone que este nuevo activismo del que se ha hablado se fomente para que llegue a todos los inversores. En este tipo de inversión no existe un límite fijo, es más, cuanto más inversión, más impacto en la sociedad, por tanto, es imprescindible que se siga fomentando e inculcando en los inversores este comportamiento. Si se quiere que todos los inversores tradicionales destinen una parte de sus carteras a la inversión de impacto, el discurso tiene que ser impecable.

Para ello, en línea a lo que se ha mencionado, se propone:

- Formación en todos los niveles: todavía hay mucha gente que desconoce la inversión de impacto y su alcance, por tanto, se tiene que incidir en crear un plan de formación para que se pueda incluir en universidades, cursos de las empresas, en organismos públicos etc.
- Incentivos para los inversores: para que se adentren en este tipo de inversión. Incentivos económicos como una prima por si su rentabilidad es menos que la esperada; además de no económicos, como la visita a los proyectos a los que invierten
- Incentivos para las empresas: para que las empresas busquen un impacto social y medioambiental. Foro Impacto podría promulgar unos premios para las empresas con mayor impacto
- Creación de una plataforma de impacto: una plataforma única para que todas las empresas con impacto y los fondos de impacto social se puedan inscribir y así facilitar la relación entre inversor e invertido
- Invertir en métricas de impacto: uno de los retos es que no existe un sistema universal para la medición de impacto, se propone investigar sobre las diferentes maneras de medir el impacto y así todos los fondos puedan seguir un mismo tipo de reporte al no existir discrepancias

El objetivo principal de estas recomendaciones es que la inversión de impacto siga creciendo, y al largo plazo, que la mayoría de los inversores tengan carteras diversificadas

con aportaciones en este tipo de inversión. Si esto fuera así, el activismo que se propone sería un éxito total, capaz de lograr una revolución social en el mundo de la inversión. Evidentemente, es un objetivo ambicioso y este sector se va a encontrar con altas barreras, especialmente, porque es muy difícil de convencer a todos los inversores que dejen de lado su posición agresiva y ambiciosa de ganar mucha rentabilidad, a cambio de invertir en un tipo de producto que tiene mucho riesgo. Pero de ahí la importancia de este tipo de activismo que se proponía.

Este trabajo de investigación ha intentado proponer una nueva manera para dar a conocer este tipo de inversión. No obstante, hay que tener en cuenta las diferentes limitaciones de este. En primer lugar, si bien se ha intentado obtener una imagen completa de las maneras de hacer inversión de impacto, las cuatro entrevistas no representan a todo este sector, por tanto, este activismo podría no poder aplicarse en su magnitud. En segundo lugar, aunque el nuevo activismo ASG está creciendo, la crisis actual va a tambalear el sistema financiero y tal vez los inversores dejen de lado su posición más activista, porque no es momento de presionar a las empresas. Finalmente, aunque se considera que la inversión de impacto va a aumentar en los futuros años, esta crisis va a impactar en todos los ámbitos. Por tanto, este tipo de inversión va a tener que realizar esfuerzos muy grandes para que se siga fomentando, y no se sabe si va a tener la capacidad suficiente, teniendo en cuenta que todavía es un sector prematuro.

Sin embargo, aunque existan estas limitaciones, la envergadura de este tipo de inversión queda intacta. Hay que ser conscientes de que la inversión de impacto tiene mucho sentido, porque no sólo supone una rentabilidad económica, sino que verdaderamente tienen un impacto en las personas. Este tipo de inversión, con sus esfuerzos, está haciéndose un hueco en el mundo de la inversión del presente, pero aún con los actuales desafíos se cree que va a alcanzar una posición estratégica en el futuro, porque, al fin y al cabo, han logrado romper con todas las premisas de la inversión, al combinar lo financiero con lo social. Se puede decir que está surgiendo una nueva revolución, y será cuestión de tiempo para que los inversores se den cuenta del alcance de esta inversión, porque, sinceramente, nunca había sido tan fácil y obvio ganar dinero, y crear un impacto positivo en los demás, al mismo tiempo.

5. BIBLIOGRAFÍA

- Ayllón, B. (2007). La Cooperación Internacional para el Desarrollo: fundamentos y justificaciones en la perspectiva de la Teoría de las Relaciones Internacionales. *Carta Internacional*, 25-40.
- Beal et al. (25 de Octubre de 2017). *Total Societal Impact: : New Lens for Strategy*. Obtenido de BCG: <https://www.bcg.com/en-us/publications/2017/total-societal-impact-new-lens-strategy.aspx>
- Benhamou et al. (29 de Enero de 2020). *The Biggest ESG Funds Are Beating the Market*. Obtenido de Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/graphics/2020-ten-funds-with-a-conscience/>
- Birks, M., & Mills, J. (2015). Essentials of Grounded Theory. En M. Birks, & J. Mills, *Grounded Theory: A practical Guide* (págs. 2-14). London: SAGE.
- Bouri et al. (2018). *Roadmap for the future of impact investing: Reshaping financial markets*. Global Impact Investing Network.
- Brest, P., & Born, K. (2013). When can impact investing create real impact. *Stanford Social Innovation Review*, 1-11.
- Bugg-Levine, A., & Emerson, J. (2011). Impact investing: transforming how we make money while making a difference. *Innovations*, 6(3).
- Cardona, J., Hevia, J., & Rodríguez, A. (2019). ¿Por qué la nueva filantropía se está volviendo antipática? *IDEAS Llorente y Cuenca*, 1-12.
- Casasnovas, G., Hehenberguer, L., & Urriolagoitia, L. (2019). *Hacia una economía de impacto: Recomendaciones para impulsar la inversión de impacto en España*. Foro Impacto.
- Castrillo, L., & Marcos, S. (2007). El activismo accionarial: antecedentes internacionales y una reflexión sobre el caso español. *Congreso y reuniones AECA*, 1-79.
- Coffee, J., & Palia, D. (2014). Impact of hedge fund activism: evidence and implications. *European corporate governance institute*, 1-266.
- Compromiso Empresarial. (23 de Junio de 2014). *Activismo accionarial: una mirada multidisciplinar*. Obtenido de Compromiso Empresarial: <https://www.compromisoempresarial.com/rsc/2014/06/activismo-accionarial-una-mirada-multidisciplinar/>

- Corbin, J. (2009). Taking and Analytic Journey. En M. e. al, *Developing Grounded Theory* (págs. 35-54). New York: Routledge.
- Creas. (s.f, a). *Creas. Un mundo con sentido*. Obtenido de Creas: <http://www.creas.org.es/conocenos/>
- Creas. (s.f,b). *Invierte en Creas*. Obtenido de Creas: <http://www.creas.org.es/>
- Cyriac et al. (2014). Preparing for bigger, bolder shareholder activists. *McKinsey on Finance*, 8. Obtenido de McKinsey & Company: https://www.mckinsey.com/~/_media/mckinsey/dotcom/client_service/corporate%20finance/mof/issue%2050/mof50_preparing_for_shareholder_activists.ashx
- Cyriac et al. (Junio de 2017). *The benefits of thinking like an activist investor*. Obtenido de McKinsey & Company: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-benefits-of-thinking-like-an-activist-investor>
- De Bakker et al. (2013). Social movements, civil society and corporations: taking stock and looking ahead. *Organization Studies* 34(5-6), 573-593.
- De León, A. (2019). *Plan estratégico 2020-2023*. Microwd.
- De León, A. (17 de Marzo de 2020). La inversión de impacto y el activismo accionarial: Microwd. (M. Martín-Gil, Entrevistador)
- Dithrich, H., & Mudaliar, A. (Abril de 2019). *Sizing the Impact Investing Market*. Obtenido de Global Impact Investing Network: https://thegiin.org/assets/Sizing%20the%20Impact%20Investing%20Market_webfile.pdf
- El Economista. (10 de Junio de 2019). *España se une a la red global del GSG para fomentar la inversión de impacto social*. Obtenido de El Economista: <https://ecodiario.economista.es/sociedad/noticias/9930439/06/19/Espana-se-une-a-la-red-global-del-gsg-para-fomentar-la-inversion-de-impacto-social.html>
- Feloni, R. (23 de Octubre de 2018). *A BCG exec says the same CEOs who used to resist sustainability are changing their tune after seeing the numbers*. Obtenido de BCG: <https://www.bcg.com/d/news/23october2018-ceos-who-resisted-sustainability-are-changing-their-tune-208399>

- Fernández, D. (10 de Agosto de 2018). *Los accionistas se ponen serios*. Obtenido de El País:
https://elpais.com/economia/2018/08/09/actualidad/1533812697_938413.html
- Fink, L. (2019). *Un replanteamiento de las finanzas desde sus cimientos*. Obtenido de Blackrock: <https://www.blackrock.com/es/carta-de-larry-fink-a-directivos>
- Fortado, L. (10 de Enero de 2019). *Activists shareholders score with record moves in 2018*. Obtenido de Financial Times: <https://www.ft.com/content/88e7ea44-1452-11e9-a581-4ff78404524e>
- García, M. (24 de Septiembre de 2018). *El nuevo activismo accionarial*. Obtenido de Revista Circle by Ecoembes:
<https://www.revistacircle.com/2018/09/24/activismo-accionarial/>
- Global Impact Investing Network. (s.f). *What you need to know about impact investing*. Obtenido de GIIN: <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>
- Global Sustainable Investment Alliance. (2016). *Global Sustainable Investment Review*. Obtenido de Global Sustainable Investment Alliance: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf
- Guerra, L. (1 de Abril de 2020). La inversión de impacto y el activismo accioanrial: Creas. (M. Martín-Gil, Entrevistador)
- Impact Bridge Foundation. (s.f). *Impact Bridge Foundation*. Obtenido de Impact Bridge: <https://www.impactbridge.com/>
- Impact Bridge. (s.f). *Impact Bridge*. Obtenido de Impact Bridge:
<https://www.impactbridge.com/>
- Kasturi et al. (2011). The promise of impact investing. *Harvard Business Review*, 1-9.
- Klein, A., & Zur, E. (2009). Entrepreneurial shareholder activism: hedge funds and other private investors. *The Journal of Finance*, 14(1).
- Kotter, J. (2006). Leading change: why transformation efforts fail. *Harvard Business Review*, 1-10.
- Lipton et al. (25 de Enero de 2019). *Dealing with activist hedge funds and other activist investors*. Obtenido de Harvard Law School Forum on Corporate Governance: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/01/25/dealing-with-activist-hedge-funds-and-other-activist-investors-2/>

- McKinsey & Company. (Marzo de 2014). *Dealing with activist investors: A conversation with Larry Kanarek*. Obtenido de McKinsey & Company: mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/dealing-with-activist-investors-a-conversation-with-larry-kanarek
- Muñoz, A. (14 de Marzo de 2020). *Liderazgo en tiempo de coronavirus*. Obtenido de Cinco Días: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/03/13/fortunas/1584134243_691230.html
- Muñoz, A., & Esteller, R. (15 de Junio de 2019). *Ronald Cohen (GSG): "Hay que concienciar de que se puede hacer dinero de forma sostenible"*. Obtenido de El Economista: <https://www.economista.es/empresas-finanzas/noticias/9941064/06/19/Cohen-GSG-Hay-que-concienciar-de-que-se-puede-hacer-dinero-de-forma-sostenible.html>
- Pareja, B. (19 de marzo de 2020). La inversión de impacto y el activismo accionarial: Impact Bridge. (M. Martín-Gil, Entrevistador)
- Pérez Barco, M. (20 de Septiembre de 2019). *La única inversión en la que todos ganan*. Obtenido de ABC: https://www.abc.es/economia/abci-unica-inversion-todos-ganan-201901070245_noticia.html
- Ponce de León, M. (2 de Junio de 2019). *España entra en la élite de la inversión de impacto social*. Obtenido de Expansión: <https://www.expansion.com/mercados/2019/06/02/5cf3ecb0e5fdeaf328b46aa.html>
- Reeder, N., & Colantonio, A. (2013). Measuring impact and non-financial returns in impact investing: a critical overview of concepts and practice. *European Investment Bank Institute*, 1-39.
- Reichheld, F. (2008). Bad profits, good profits, and the ultimate question. *Harvard Business Review*, 1-27.
- Remacha, M. (2017). Activismo accionarial desde la perspectiva de la responsabilidad social corporativa. *Cátedra CaixaBank de Responsabilidad Social Corporativa*, 36, 1-22.
- Reputation Institute. (s.f). *The Reprtrak program*. Obtenido de Reprtrak : <https://www.reprtrak.com/reprtrak/>

- Ruiz de Munain, J. (27 de Marzo de 2020). La inversión de impacto y el activismo accionarial: Foro Impacto. (M. Martín-Gil, Entrevistador)
- Salas, V. (2002). *El gobierno de la empresa*. Servicio de Estudios de la Caixa, Barcelona: Colección Estudios Económicos, 29.
- Segarra, L. (3 de Enero de 2019). *Consumidores y 'millennials' prefieren empresas que apoyan el medioambiente*. Obtenido de 20 Minutos:
<https://www.20minutos.es/noticia/3521814/0/luis-berruete-consumidores-millennials-medioambiente-creas-impacto/>
- Silos et al. (2019). *Más Activos. Más Sostenibles. Entrando en la era del activismo ESG*. Obtenido de Clúster transparencia, buen gobierno e integridad:
https://foretica.org/activismo_accionarial_esg_foretica
- Simon, J., & Barmeier, J. (2010). More than money: impact investing for development. *The Center for Global Development*, 1-44.
- Sinek, S. (Septiembre de 2009). *How great leaders inspire tu action*. Obtenido de TED:
https://www.ted.com/talks/simon_sinek_how_great_leaders_inspire_action?language=en#t-815933
- Spainsif. (2019). *La inversión sostenible y responsable en España*. Estudio Spainsif.
- Suddaby, R. (2006). What Grounded Theory is not. *Academy of Management Journal*, 49(4), 633–642.
- Svaluto, C. (Junio de 2018). *Hedge Funds: Activist funds turn up the heat*. Obtenido de Investment & Pensions Europe: <https://www.ipe.com/investment/asset-class-reports/hedge-funds/hedge-funds-activist-funds-turn-up-the-heat/10024990.article>
- The Global Steering Group. (s.f). *Driving real impact*. Obtenido de GSG:
<https://gsgii.org/about-us/#aboutgsg>

6. ANEXOS

Anexo 1. Cuadro de entrevistas: Background de los profesionales

Figura 10: Cuadro de entrevistas

Persona	Formación	Experiencia pasada	Curiosidades	Empresa	Posición empresa	Área de expertise
Alejandro de León	CUNEF; Máster en Filosofía Teórica y Práctica en la UNED; EMBA + Humanidades en el IE + Brown University	JP Morgan (2 años); Morgan Stanley (3 años)	Ha fundado varias ONG como TuLibrería; fue director de la Escuela de Emprendimiento Social Ron Ritual(Grupo Pernod Ricard)	Microwd	Fundador y CEO	Relación con inversores; comunicación de Microwd; dar a conocer la empresa
Lorenzo Guerra	CUNEF	KPMG M&A; GBS Finanzas	Ha recibido la beca para el Programa Young Civic Leaders; y ha sido el coordinador de la Fundación Esperanza y Alegría en varios proyectos	Creas Impacto	Associate	Relación con inversores en diferentes proyectos; relación al público
Braulio Pareja	Universidad de Salamanca; Máster y Doctorado en la Universidad Pontificia Comillas	Fundación Innovación Bankinter; Doctorando en la Universidad Pontificia Comillas	Es profesor de ética en la Universidad Pontificia Comillas. Es el co-fundador y CEO de Sociaemprende. Miembro Cátedra Iberdrola en ética Económica y Empresarial y Cátedra Energía y Pobreza. Mentor y miembro jurado de UnLtd Spain. Consultor para la ONG Kububa	Impact Bridge	Director de Investigación	Investigación de diferentes proyectos, del sector
Jose Luis Ruiz de Munain	Universidad de Navarra; Máster en Desarrollo Económico, Université de Lausanne; International MBA, IE Business School	Co-fundador de UnLtd Spain. Consultor para el Banco Interamericano de Desarrollo, BBVA, PWC, CECA	Profesor de la UNED y OBS. Es Senior Advisor del International Venture Philantropy Centre	Foro Impacto	Fundador y director ejecutivo	Secretario del NAB; relación con resto de miembros del GSG; relación con inversores; relación con el público

Anexo 2. Disclaimer y preguntas que se mandó a los profesionales



Esta entrevista tiene el único objetivo de contribuir para ayudar en el Trabajo de Fin de Frado de Macarena Martín-Gil Cubillo, con DNI 05956602Q, estudiante de 5o de carrera del Doble Grado de ADE y Relaciones Internacional, en la Universidad Pontificia Comillas (ICAIDE).

A través de la firma de este documento, se guardará confidencialidad de la conversación y se utilizará la información con el único propósito académico.

Firma del estudiante:

Firma del entrevistado:

Fecha:

El objetivo de este trabajo de investigación es estudiar la contribución del activismo accionarial en el marco de las inversiones de impacto. En estos últimos años, el mundo de la empresa ha ido cambiando y ha aparecido una nueva forma de inversión que busca más allá de un beneficio económico. Por otro lado, cada vez más se habla de la importancia del activismo accionarial, ese proceso en el cual fondos de inversión participan de manera más activa dentro de las juntas de accionistas para demandar cambios en la administración de las compañías. Por ello, el objetivo de este trabajo de investigación, busca estudiar la relación que existe entre el activismo accionarial y la inversión de impacto.

Para ello, se buscará realizar una serie de preguntas que ayuden a analizar más en profundidad el tema.

Preguntas

1. Para ti, que significa inversión de impacto: qué condiciones, características etc, tendrías que tener en cuenta para que una inversión fuera de impacto social.
2. Ahora, me gustaría pasar a que me contarás un poco sobre vuestro fondo ¿Cómo buscáis a los inversores? ¿Qué criterios utilizáis a la hora de elegir a los inversores? Una vez, que se ha invertido, ¿Qué pedís a vuestros inversores? ¿Cómo hacéis el seguimiento? En otras palabras, ¿cómo es el proceso de inversión desde principio a fin.
3. ¿Cómo son las relaciones en tu fondo con los inversores? ¿Cómo son las relaciones con las empresas en las que invertís?
4. ¿Que entiendes por activismo accionarial? ¿Crees que los fondos de impacto social son o deberían de ser activistas?
5. ¿Consideras que, si todos los fondos de impacto social fueran activistas, el impacto social se vería aumentado?

Anexo 3. Disclaimer firmado por los entrevistados

Las siguientes páginas muestran los disclaimers firmados por los entrevistados, por el cual aceptan la entrevista y se guarda uso exclusivo de la información de la entrevista, para el trabajo de investigación.


El orden de las firmas se basa en las fechas en las que se realizaron las entrevistas. De esta manera:


1. Alejandro de León
2. Braulio Pareja
3. José Luis Ruiz de Munain
4. Lorenzo Guerra



Esta entrevista tiene el único objetivo de contribuir para ayudar en el Trabajo de Fin de Grado de Macarena Martín-Gil Cubillo, con DNI 05956602Q, estudiante de 5º de carrera del Doble Grado de ADE y Relaciones Internacional, en la Universidad Pontificia Comillas (ICADE).

A través de la firma de este documento, se guardará confidencialidad de la conversación y se utilizará la información con el único propósito académico.

Firma del estudiante: 

Firma del entrevistado: 

Fecha: 17/03/2020


El objetivo de este trabajo de investigación es estudiar la contribución del activismo accionarial en el marco de las inversiones de impacto. En estos últimos años, el mundo de la empresa ha ido cambiando y ha aparecido una nueva forma de inversión que busca más allá de un beneficio económico. Por otro lado, cada vez más se habla de la importancia del activismo accionarial, ese proceso en el cual fondos de inversión participan de manera más activa dentro de las juntas de accionistas para demandar cambios en la administración de las compañías. Por ello, el objetivo de este trabajo de investigación, busca estudiar la relación que existe entre el activismo accionarial y la inversión de impacto.

Para ello, se buscará realizar una serie de preguntas que ayuden a analizar más en profundidad el tema.



Esta entrevista tiene el único objetivo de contribuir al Trabajo de Fin de Grado de Macarena Martín-Gil Cubillo, con DNI 05956602Q, estudiante de 5o de carrera del Doble Grado de ADE y Relaciones Internacional, en la Universidad Pontificia Comillas (ICAIDE).

A través de la firma de este documento, se guardará confidencialidad de la conversación y se utilizará la información con el único propósito académico.

Firma del estudiante: 

Fecha: 19/03/2020

Firma del entrevistado:

El 19 mzo 2020, a las 13:22, Braulio Pareja <braulio.pareja@impactbridge.com> escribió:

Estimada Macarena:

Con este correo confirmo estar de acuerdo con el uso de toda la información y el resultado de la entrevista que hemos mantenido para tu trabajo final de grado.

Un cordial saludo.

Braulio

--

Braulio Pareja

Impact Bridge

Velazquez 14, 2º Izquierda

28001 – Madrid

braulio.pareja@impactbridge.com

www.impactbridge.com

El objetivo de este trabajo de investigación es estudiar la contribución del activismo accionarial en el marco de las inversiones de impacto. En estos últimos años, el mundo de la empresa ha ido cambiando y ha aparecido una nueva forma de inversión que busca más allá de un beneficio económico. Por otro lado, cada vez más se habla de la importancia del activismo accionarial, ese proceso en el cual fondos de inversión participan de manera más activa dentro de las juntas de accionistas para demandar cambios en la administración de las compañías. Por ello, el objetivo de este trabajo de investigación, busca estudiar la relación que existe entre el activismo accionarial y la inversión de impacto.



Esta entrevista tiene el único objetivo de contribuir para ayudar en el Trabajo de Fin de Grado de Macarena Martín-Gil Cubillo, con DNI 05956602Q, estudiante de 5o de carrera del Doble Grado de ADE y Relaciones Internacional, en la Universidad Pontificia Comillas (ICADE).

A través de la firma de este documento, se guardará confidencialidad de la conversación y se utilizará la información con el único propósito académico.

Firma del estudiante:

Firma y fecha del entrevistado:

El 25 mar 2020, a las 7:47, jruizdemunain@foroimpacto.es escribió:

You have been invited to the following event.

Inversión de Impacto - Macarena Martín-Gil Cubillo

When Fri, 27 Mar, 2020 9am – 10am Central European Time - Madrid

Joining info Join Hangouts Meet
meet.google.com/rta-jhhs-nvs

Join by phone
+34 877 99 30 66 (PIN: 740301451)

[More phone numbers](#)

Calendar mmartingilc@gmail.com

Who

- jruizdemunain@foroimpacto.es - organizer
- mmartingilc@gmail.com

[more details »](#)




--
Jose Luis Ruiz de Munain
CEO, Spain NAB - National Advisory Board on Impact Investing
Global Steering Group for Impact Investment (GSG)
T: 0034 679 173 398


El objetivo de este trabajo de investigación es estudiar la contribución del activismo accionarial en el marco de las inversiones de impacto.



Esta entrevista tiene el único objetivo de contribuir para ayudar en el Trabajo de Fin de Frado de Macarena Martín-Gil Cubillo, con DNI 05956602Q, estudiante de 5o de carrera del Doble Grado de ADE y Relaciones Internacional, en la Universidad Pontificia Comillas (ICADE).

A través de la firma de este documento, se guardará confidencialidad de la conversación y se utilizará la información con el único propósito académico.

Firma del estudiante: 

Firma del entrevistado: 
Lorena Guerra Baulich
CREAS IMPACTO F&S, S.A.

Fecha: 01/04/2020

El objetivo de este trabajo de investigación es estudiar la contribución del activismo accionarial en el marco de las inversiones de impacto. En estos últimos años, el mundo de la empresa ha ido cambiando y ha aparecido una nueva forma de inversión que busca más allá de un beneficio económico. Por otro lado, cada vez más se habla de la importancia del activismo accionarial, ese proceso en el cual fondos de inversión participan de manera más activa dentro de las juntas de accionistas para demandar cambios en la administración de las compañías. Por ello, el objetivo de este trabajo de investigación, busca estudiar la relación que existe entre el activismo accionarial y la inversión de impacto.

Para ello, se buscará realizar una serie de preguntas que ayuden a analizar más en profundidad el tema.