# COFIDES: FINANZAS PARA LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

**José Luis CURBELO (*)**
**Raúl MORENO (**)**
*COFIDES*

**Resumen**

COFIDES, es una institución financiera pública creada por el Gobierno español en 1988 con el objetivo de apoyar la expansión internacional de las empresas españolas, desempeñando un papel clave en las operaciones de inversión extranjera directa. A lo largo de sus más de treinta y seis años de historia, el papel de COFIDES como institución financiera ha pasado de ser el referente español en la financiación de la internacionalización a través de la inversión directa en el exterior, a convertirse, más recientemente, en el fondo soberano *de facto* de España y en un actor principal en el ecosistema de la inversión de impacto y en el ámbito de la financiación del desarrollo en general. COFIDES ha sabido combinar su misión original con la progresiva asunción de nuevos mandatos de política pública. Este artículo analiza esta evolución, prestando especial atención a las principales características de los diferentes mandatos políticos que se han confiado a COFIDES, así como a las especificidades de su actividad financiera.

*Palabras clave:* COFIDES, internacionalización, empresas, inversiones.

**Abstract**

COFIDES, a state-owned financial institution set up by the Spanish government in 1988 with the objective of supporting Spain´s businesses international expansion, has played a key role in FDI transactions. Throughout its more than 36-year history, COFIDES' role as a financial institution has evolved from being the Spanish benchmark in financing internationalization through direct investment abroad, to more recently becoming Spain's de facto sovereign wealth fund and a major player in the impact investment ecosystem and in the field of development finance in general. COFIDES has been able to combine its original mission with the progressive assumption of new public policy mandates. This article analyzes this evolution, paying special attention to the main features of the different policy mandates COFIDES has been entrusted with, as well as the specificities of its financial activity.

*Keywords:* COFIDES, internationalization, businesses, investments.

*JEL Clasification:* F21.

## I. INTRODUCCIÓN

En un artículo de 2022 en el *Financial Times* el historiador Adam Tooze, profesor de la Universidad de Columbia, retomó y popularizó el neologismo *policrisis* que parece ser fue utilizado en 1993 por el filósofo francés de la complejidad Edgar Morín (Godin, 2024). El neologismo se consolidó como descripción de la realidad del capitalismo pospandemia una vez fue bendecido en 2023 en el Foro de Davos para definir el conjunto de crisis globales concomitantes e interrelacionadas, que se retroalimentan entre sí, y conforman el actual entorno global volátil, incierto y cada vez más complejo del que se derivan una creciente polarización política y social, así como tensiones geoeconómicas y geopolíticas. Esa reunión de Davos, *sanctasanctórum* del poder económico global, tomó acuse de que la teoría de las «expectativas racionales» (1) del premio Nobel de 1995 Robert Lucas, fundamento del neoliberalismo, y las políticas económicas que de ella se derivan, ni describen ni son válidas teórica y políticamente en el contexto pos-COVID.

Y así, en la actualidad, por ejemplo, las dificultades para avanzar en la estabilización macroeconómica de muchos países y regiones económicas tras la pandemia son pertinaces. Son crecientes las tensiones geopolíticas, amplificadas por guerras abiertas en entornos que llevaban décadas sin mantener conflictos armados explícitos. La búsqueda de seguridad económica y política está teniendo efectos apreciables en la globalización/desglobalización de los flujos de comercio e inversión y en el posicionamiento para el control de las materias primas estratégicas. Esta realidad tiene efectos significativos en la gobernanza global del comercio internacional y de las instituciones multilaterales. El cambio climático y la pérdida de biodiversidad tienen efectos asimétricos en los territorios y las personas y la lucha contra los mismos generan tensiones no siempre fáciles de armonizar. El hambre y la falta de expectativas generan migraciones descontroladas tanto a los países en desarrollo como a los países desarrollados, con el surgimiento, en paralelo de brotes preocupantes de populismo, racismo y xenofobia. Las tecnologías disruptivas y en especial la inteligencia artificial con efectos económicos y sociales cuyo alcance aún se nos escapan, y abren también la oportunidad a la desinformación y a nuevas formas de delincuencia y cibercrimen. En muchos países el envejecimiento de la población amenaza los sistemas de pensiones, etc.

Los anteriores riesgos, y otros varios, presentan desafíos sin pre-

cedentes que requieren soluciones transnacionales y cambios profundos en las organizaciones públicas y privadas. Se trata de un entorno con nuevos actores, liderazgos internacionales cambiantes y relaciones económicas y políticas que están conformando nuevas geometrías de armonía y de conflicto. Se observan también nuevas opciones de política industrial bajo el manto de una acuciante necesidad de seguridad estratégica y nuevas dinámicas de los flujos de comercio e inversión. Con carácter general, los países están redefiniendo la ambición y funciones de los diferentes sectores públicos para, por una parte, impulsar y fomentar los cambios en curso, y, por otra, posicionar competitivamente a los respectivos sistemas productivos nacionales (y en el mejor de los casos, regionales, en el marco de alianzas estratégicas supranacionales como puede ser la Unión Europea) ante el orden geopolítico-económico que se avizora y que se percibe como inseguro y proclive a populismos y posiciones radicales.

En este proceso, es especialmente destacable la actividad de impulso y fomento de aquellas actividades que apalancan la transformación de las matrices productivas a favor de los sectores de crecimiento en el futuro: energías renovables, eficiencia energética y descarbonización, movilidad eléctrica, digitalización, chips, infraestructuras sostenibles, biofarma, agricultura sostenible, etc. Además de estas actividades, la mayoría de los países están incrementando sus inversiones en defensa, incluidos el material de doble uso. Así lo atestiguan la iniciativa norteamericana IRA (Inflation Reduction Act, de 2022) y su réplica europea, el EU Green Deal Industrial Plan, lanzado por la Comisión Europea en 2023 en el Foro de Davos.

Desde hace unos pocos años las instituciones de fomento financiero público (IFFP), cuyo principal mandato es la movilización de recursos del sector privado con el objetivo de inducir inversión suficiente para el cumplimiento de los objetivos de la política pública, la generación de crecimiento económico (en la actualidad con un mayor énfasis en la sostenibilidad) y la creación de empleo de calidad, están inmersas en un proceso de redefinición de sus funciones tradicionales para alinear sus modelos de intervención, ámbitos de actuación y modelos de gestión de riesgo con los nuevos objetivos de las políticas públicas.

En este desafiante contexto, las IFFP de la mayoría de los países están en la actualidad inmersas en un proceso de redefinición de su funcionamiento. Entre los muchos cambios a los que se enfrentan, es de destacar que una parte muy importante de las mismas están:

— Acentuando sus niveles de proactividad para identificar y «originar» oportunidades de inversión.

— Reforzando sus capacidades para el diseño de modelos de intervención, así como de productos financieros, que, en coherencia con los nuevos mandatos, son más complejos y estructurados. Las nuevas operaciones exigen instrumentos de financiación no tradicionales y crecientemente sofisticados, que se alejan paulatinamente de los préstamos tradicionales, con mayor o menor nivel de subvención y garantías corporativas, o de las líneas de crédito a través de la banca comercial.

— Modificando los niveles de apetito por el riesgo, así como los parámetros y metodologías de gestión de los riesgos financieros (y crecientemente no-financieros) de las inversiones, tanto individuales como de las carteras agregadas.

— Buscando cumplir, además de objetivos públicos domésticos, con otros objetivos considerados bienes públicos globales, como la lucha contra el cambio climático y sus efectos; la salud global; o la seguridad alimentaria.

Con alrededor de 6.000 millones en activos bajo gestión en la actualidad, COFIDES, creada hace más de treinta y cinco años para apoyar la entonces incipiente internacionalización de las empresas españolas hacia los países en desarrollo, se ha consolidado como la gestora de referencia de fondos públicos que el Estado español asigna con carácter reembolsable a empresas privadas para alcanzar determinados objetivos de política pública. A lo largo del tiempo, y particularmente en los últimos años como consecuencia de la pandemia del COVID-19 y del mayor intervencionismo público para el impulso del modelo económico, se ha ido ampliando estos objetivos.

Las inversiones de COFIDES:

— Se dirigen a empresas privadas o a intermediarios, principalmente fondos de inversión, que invierten en empresas privadas.

— Son siempre reembolsables y en condiciones que no compiten «a la baja» con las de la financiación comercial.

— Son, por lo general, transacciones altamente estruc-

turadas, cuyas condiciones, retribución (interés y/o rentabilidad) y garantías se definen en función de los riesgos asumidos –que pueden ser, incluso, de inversión como accionista (*equity)*– y de la capacidad y calendario de las empresas/proyectos de generar recursos para honrar los pasivos.

— Han de aportar «adicionalidad» a la oferta financiera disponible en el mercado.

— Deben cumplir objetivos de política pública, definidos por la instancia gubernamental que asigna los recursos, que es, en última instancia, quien aprueba las inversiones.

En cualquier caso, COFIDES considera esencial optimizar la relación público-privada para apalancar y movilizar recursos privados con recursos públicos, en coherencia con la misma estrategia llevada a cabo por la Unión Europea en los últimos años (Plan Juncker, *Next Generation UE*). Por ello, y siendo muy relevante la financiación que en términos monetarios COFIDES aporta individualmente a las empresas y a los proyectos, en muchos casos no es desdeñable el valor añadido «intangible» de su financiación, que contribuye al *de-risking* de las operaciones de inversión frente a terceros financiadores y/o instancias regulatorias, así como al alineamiento de los intereses de los promotores, los financiadores y las políticas públicas.

## Ámbitos de la intervención de COFIDES

El papel de COFIDES como IFFP ha evolucionado a lo largo del tiempo desde ser la entidad española que financiaba los incipientes procesos de inversión directa de la pyme española en los países en desarrollo (principalmente América Latina), hasta más recientemente, tras la adhesión en febrero de 2020 al International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF), a convertirse, *de facto,* en el fondo soberano de España, satisfaciendo mandatos múltiples, en geografías diversas y en cumplimiento de diferentes objetivos de política pública. En la actualidad los cinco pilares temáticos de intervención de COFIDES son:

— Impulso de la *internacionalización* de las empresas españolas en cualquier parte del mundo. Los recursos para este fin provienen del propio COFIDES y de la Secretaría de Estado de Comercio: el Fondo para Inversiones en el Exterior (FIEX) y Fondo para Operaciones de Inversión de la Pequeña y Mediana Empresa (FONPYME). Los activos bajo gestión ascienden a 1.700 millones de euros.

— *Financiación del desarrollo* en los países objetivo de la política de cooperación internacional para el desarrollo del Gobierno de España. En colaboración estrecha con la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID), COFIDES es parte muy relevante de la arquitectura de la cooperación financiera española. En esta colaboración, COFIDES identifica, estructura y da seguimiento a proyectos de inversión en países y economías emergentes que se financian con cargo al Fondo para la Promoción del Desarrollo, FONPRODE. Activos bajo gestión, aunque formalmente en el balance de FONPRODE, 1.000 millones de euros.

— *Apoyo a la solvencia* de empresas españolas de mediano tamaño cuya viabilidad estuvo gravemente comprometida por la pandemia. Los recursos provienen del Fondo de Recapitalización de Empresas Afectadas por el COVID-19 (FONREC). Activos bajo Gestión, 735 millones de euros.

— *Atracción de inversiones* hacia España en empresas que contribuyan a la transformación verde y digital (Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia del Gobierno de España). Los recursos del Fondo de Coinversión (FOCO) provienen en última instancia del plan *Next Generation* de la UE y se invertirán mayormente en el capital social de las empresas españolas. Dotación del fondo, 2.000 millones de euros.

— *Impacto social y medioambiental* en España. El Fondo de Impacto Social y Medioambiental (FIS) realizará inversiones reembolsables (también incluye una pequeña componente no reembolsable para asistencia técnica a intermediarios y beneficiarios finales) que consoliden el ecosistema español de inversión de impacto y emprendimiento social y medioambiental. El FIS es un vehículo muy innovador que busca enfrentar retos del Estado de bienestar y movilizar al sector privado y a la sociedad civil para que aporten soluciones innovadoras a través del mercado a actividades que son, por lo general, intensivas en empleo y solidaridad. Como en el caso del FOCO, los recursos de FIS provienen del plan *Next Generation EU* y se canalizan a través de la Secretaría General de Inclusión del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones. Dotación del fondo, 400 millones de euros.

En términos de gobernanza, la operativa e inversiones que involucran el uso de los recursos propios de la compañía se aprueban por el Consejo de Administración de esta, mientras que la operativa y financiaciones que se realizan con cargo a fondos que COFIDES administra para terceros son responsabilidad de los respectivos Comités Técnicos Interministeriales (CITI) responsables de su gestión. El Consejo de Administración de COFIDES lo preside el presidente y consejero delegado de la compañía, mientras que los respectivos CITI están presididos por el titular de la Secretaría de Estado (o si no existiera tal cargo, por el secretario general) responsable del mandato de política pública y en cuyo presupuesto se contemplan los recursos para las inversiones. La operativa y decisiones sobre las inversiones financiadas con cargo a FONPRODE se someten a un proceso diferenciado bajo la supervisión de la Secretaría de Estado de Cooperación Internacional.

### Sostenibilidad e impacto

Junto a estos pilares temáticos, todas las inversiones de COFIDES están alineadas con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), aprobados por la Asamblea General de Naciones Unidas en septiembre de 2015, y aspiran a contribuir positivamente a su consecución. COFIDES contempla los ODS como un llamamiento a la adopción de medidas para poner fin a la pobreza, proteger el planeta, erradicar la discriminación y asegurar la prosperidad compartida. En este sentido, sus inversiones se caracterizan por un enfoque responsable que hagan compatible la rentabilidad con la defensa de, por ejemplo, la biodiversidad, la lucha contra el cambio climático y sus efectos negativos, especialmente en los sectores sociales más vulnerables, la transparencia y el cumplimiento de las obligaciones fiscales o la mejora de los estándares laborales.

Para ello, COFIDES cuenta con un procedimiento de evaluación medioambiental y social como parte integral de la debida diligencia de las operaciones y presta un particular interés al cumplimiento de los estándares internacionales más exigentes en términos de financiación climática, así como el cumplimiento de criterios de ESG y el impulso a inversiones que favorezcan la mitigación y la adaptación al cambio climático. Estos estándares incluyen la normativa europea y recomendaciones, guías y estándares fijados por organismos como la Organización de Naciones Unidas (ONU), la Organización Internacional del Trabajo (OIT), la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) y la Corporación Financiera Internacional (CFI) del Grupo Banco Mundial (BM). En determinados proyectos se requerirá la implantación de estándares sectoriales como FSC, MSC, RSPO, FLO o certificaciones como ISO 14001, ISO 450001 y SA 8000, entre otros (COFIDES, 2022).

Desde una visión de conjunto, este artículo describe la evolución histórica de COFIDES analizando, además de las principales características de la compañía, los principales rasgos de cada línea de actividad con una especial referencia a sus nuevos mandatos e instrumentos.

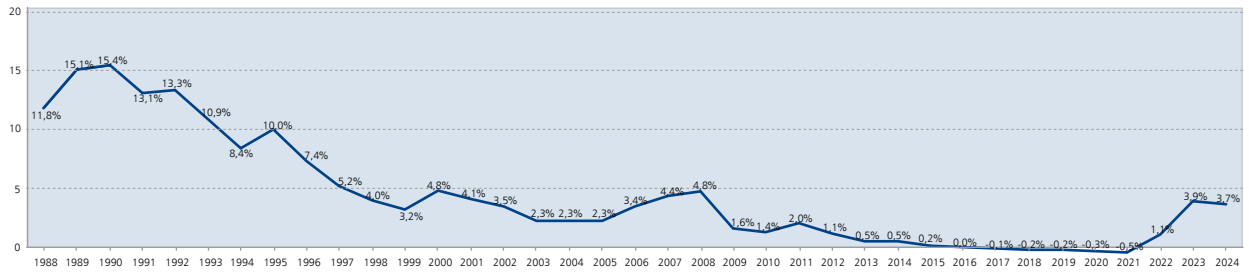
## II. COFIDES: ANTECEDENTES Y EVOLUCIÓN HISTÓRICA. CRECIMIENTO Y NUEVOS MANDATOS

COFIDES es una sociedad mercantil estatal cuyo capital está suscrito en un 53,6 por 100 por diferentes instituciones públicas dependientes de la Administración General del Estado (AGE) y el 46,3 por 100 restante por los principales bancos españoles y la Corporación Andina de Fomento (CAF) (2). COFIDES financia con criterios de rentabilidad proyectos viables de inversión de empresas privadas. Sin ser una institución regulada, COFIDES opera como una entidad financiera especializada en la gestión de fondos del Estado que invierte con el sector privado de acuerdo con las exigencias definidas, a través de una ley habilitante, para cada mandato de política pública que tiene asignado.

Para contextualizar históricamente los antecedentes de la creación de COFIDES en 1988 hay que remontarse al proceso de apertura y restructuración que entonces estaba experimentando la economía española después del ingreso del país en la Unión Europea. Independientemente de cómo se mida ese proceso de integración en la economía mundial –a través del sector exterior, de su presencia en las cadenas globales de valor, o mediante el volumen de su inversión extranjera directa–, el entorno más abierto que se consolidó desde la década de los ochenta provocó un replanteamiento de las políticas públicas de comercio exterior, fundamentalmente proteccionistas, seguidas hasta ese momento. En este marco, COFIDES nació como herramienta de apoyo financiero a la implantación de la empresa española en el exterior, fundamentalmente hacia los países en desarrollo, y principalmente hacia América Latina, los países en transición tras la caída del comunismo y Marruecos. En cierta medida, la salida de las empresas a nuevos mercados era el modo de mejorar las ventas de un sector empresarial que perdía parcialmente

GRÁFICO 1.
**SERIE HISTÓRICA 1988-2024 DE TIPOS DE INTERÉS EN ESPAÑA**

Tipos de interés




*Fuente:* Banco de España.

el mercado local ante los competidores extranjeros, pero que disponía de tecnologías y modos de hacer solo moderadamente competitivos en una economía que se abría al comercio y la inversión internacional.

Las primeras operaciones de COFIDES tenían una estructura muy simple. En una situación generalizada de altos tipos de interés, que hoy nos parecerían irreales (ver gráfico 1), y una banca comercial que tendía a restringir el crédito solamente a sus mejores clientes, los préstamos de COFIDES, aunque no fueran de gran tamaño, aplicaban entonces una bonificación en los tipos de interés que otorgaba el Instituto de Crédito Oficial (ICO) y exigían garantías corporativas o reales de la matriz española y/o sus accionistas. En el contexto de la época, el comportamiento de la banca comercial era lógico. Por lo general, la empresa española, particularmente la pyme, estaba muy poco capitalizada y su situación en el mercado nacional no era financieramente boyante, sino que las empresas que estaban dando sus primeros pasos en la internacionalización productiva tenían la necesidad de que se las financiara el cierto pionerismo que significaba localizarse productivamente en países que entonces se consideraban como exóticos. En este sentido, la gran contribución de COFIDES fue aceptar riesgos y plazos que la banca comercial raramente cubría.

Tras una primera década de consolidación institucional, COFIDES experimentó desde finales de la década de los noventa del pasado siglo una importante evolución. No es ajena a la misma la modernización y restructuración productiva de la economía española de la mano de los fondos europeos, el relativo éxito de la estabilización macroeconómica y la bajada de los costes de financiación, o los logros y maduración corporativa de las empresas que se internacionalizaron.

Los diferentes Gobiernos españoles de la época, con independencia de su color político, siempre potenciaron la internacionalización de la empresa española, incluida la pyme, como un mecanismo para impulsar su crecimiento y adquirir tamaño, expandir mercados, convertirlas en proveedores globales de cadenas de suministro internacionales y mejorar la competitividad de las empresas y del conjunto de la economía española.

Al final de la última década del siglo pasado se crearon los fondos FIEX y FONPYME con el doble objetivo de, por una parte, impulsar cuantitativamente los recursos disponibles para apoyar la internacionalización de las empresas, y, por otro, de que el apoyo financiero público aportara a las empresas mayor valor añadido, más allá de los recursos en sí mismo, para que estas pudieran competir en los mercados internacionales. En este sentido, ambos fondos fueron muy innovadores al contemplar la posibilidad de aportar financiación con una amplia variedad de instrumentos financieros, además de los préstamos que aportaba la banca comercial o la banca multilateral. De hecho, las empresas españolas que en la época se internacionalizaban, inclusive las de tamaño relativamente grande –como por ejemplo eran las concesionarias de infraestructuras y servicios públicos o los proveedores *TIER1* (3) del sector automoción–, estaban relativamente poco capitalizadas para poder abarcar las oportunidades de negocio que se les estaban abriendo, en gran parte porque en el transcurso de los años habían demostrado su competitividad.

Con la gestión de ambos fondos COFIDES pasó a financiar operaciones de un tamaño sustancialmente mayor que anteriormente (hasta 25 millones de euros), con instrumentos, plazos y estructuras complejas, complementarias a las ofrecidas por los financiadores comerciales y ajustadas a las necesidades de los proyectos. Se empezaron a hacer inversiones en *equity* de empresas y vehículos de propósito específico en el exterior, préstamos participativos, financiaciones subordinadas, estructuras de devolución de la financiación esculpidas a la generación de valor de los proyectos, etc.

Es decir, sin dejar de tener una sensibilidad especial para apoyar la internacionalización de la pyme, para lo que se creó FONPYME, la compañía fue adquiriendo y consolidando interlocución con empresas de tamaño relativamente grande que apreciaban la financiación COFIDES tanto por la nueva cuantía posible de las financiaciones como, y principalmente, por la flexibilidad y valor añadido de las mismas. Además, y si bien COFIDES tenía como interlocutores de referencia a las empresas españolas, la compañía pasó a ser un interlocutor común de reguladores y autoridades en terceros países, la banca multilateral, los fondos de inversión o la banca internacional.

COFIDES se adhirió en 1992 como socio fundador a la asociación EDFI (European Development Finance Institutions). La pertenencia a la asociación, que hoy engloba a quince instituciones financieras de desarrollo bilaterales de Estados europeos, ha permitido a la compañía:

— Homologar prácticas, políticas y estrategias con los pares europeos, transponiendo buenas prácticas de análisis y gestión de riesgos.

— Participar en debates estratégicos relevantes sobre financiación del sector privado en los países en desarrollo, ganando poder de interlocución como colectivo ante las instancias comunitarias, el conjunto de las instituciones financieras de desarrollo (Banco Mundial).

— Ser parte de iniciativas de financiación supranacionales europeas, tales como los vehículos de cofinanciación European Financing Partners (EFP) e Interact Climate Change Facility (ICCF).

— Integrar con prontitud en todas las inversiones metodologías de análisis y gestión de riesgos de sostenibilidad. De hecho, en 2001 y con carácter pionero en el sistema financiero español se aprobó la primera Política Medioambiental y Social de COFIDES (revisada posteriormente en 2015 y en 2021), verdadera seña de identidad de la compañía, en la que, además de exponerse los principios rectores de la misma, se definen los procedimientos, con los que se analiza y evalúa la dimensión medioambiental y social de los proyectos financiados. En realidad, y como se refería anteriormente, durante la debida diligencia de todas las inversiones de COFIDES se asignan dos *rating*, uno de carácter financiero, testado ampliamente y validado por Standard & Poors, y el otro de carácter socioambiental, alineado con las prácticas al respecto del conjunto de las EDFI.

— Ejercer liderazgo en los debates actuales sobre financiación climática, y en particular en todo lo que se refiere a los impactos en los países en desarrollo de la taxonomía europea y de las consecuencias regulatorias.

## Organización interna

Desde la perspectiva de su modelo de organización interna, la compañía ha evolucionado en las dos últimas décadas hacia la sofisticación financiera y corporativa para acomodar la creciente complejidad de sus mandatos, la cantidad y diversidad de los recursos gestionados y las expectativas de excelencia en la gestión de recursos públicos que esperan las instancias públicas que le asignan la gestión de sus programas. Para ello se consolidaron áreas potentes de originación, análisis y estructuración de operaciones, al tiempo que se reforzaron tanto las áreas de evaluación y seguimiento de los riesgos como aquellas encargadas de las reestructuraciones y recuperaciones en casos de que las operaciones tuvieran problemas. El *back office* fue madurando para acompañar los nuevos retos, con una relevancia creciente a la auditoria y el control interno de los procesos, de modo que la compañía siempre ha superado las múltiples auditorías externas.

En cualquier caso, una decisión temprana de la compañía fue internalizar en la misma y sus equipos cuanto conocimiento y aprendizaje (técnico, financiero, jurídico, etc.) se pudiera generar durante el ciclo de los proyectos. Esta temprana decisión corporativa, facilitada por la relativa estabilidad de los liderazgos y de una parte relevante del personal, sigue vigente en la actualidad y está en la base tanto de la «cultura» de la empresa como de la capacidad de los equipos para asumir eficientemente nuevos

mandatos y retos. De hecho, la compañía recurre a la contratación de consultoría técnica especializada cuando necesita completar las capacidades internas, sin depender demasiado de la misma y siempre bajo la supervisión estrecha de los responsables de los equipos.

## Nuevas competencias y responsabilidades

Como se ha venido exponiendo anteriormente, COFIDES es en la actualidad una gestora de fondos públicos especializada en la financiación con instrumentos complejos y bajo mandatos específicamente definidos por el Gobierno, inversiones de empresas privadas en sectores y geografías muy diversos. Mirando hacia atrás podría argumentarse que esta realidad no es la consecuencia de un modelo de compañía previamente planificado, sino que es el resultado de la propia evolución de la compañía, que ha podido, y se la ha permitido desde las instancias públicas, construir sobre las fortalezas acumuladas y el buen historial de desempeño en el cumplimiento de los mandatos. De hecho, COFIDES ha devenido en ser una entidad singular en el panorama nacional e internacional. Sus diferentes objetivos de inversión se despliegan en otros países comparables a través de varias instituciones. Por ejemplo, tomando el ejemplo de Francia como referencia, la actividad tradicional de IFD (instrumentos financieros derivados) en el exterior se reparte entre la Agence Française de Développement y su filial PROPARCO, con un enfoque de especialización financiera a través del sector público o privado, mientras que la actividad nacional dirigida al refuerzo de la competitividad empresarial es similar a la realizada por BPI France, fondo soberano nacional que financia proyectos innovadores mediante posiciones públicas relevantes en empresas privadas estratégicas.

COFIDES es, pues, una IFFP muy particular especializada en financiar al sector privado bajo un enfoque «multimandato» y «multinstrumento» que:

— Opera tanto en el interior como en el exterior, ya que desde 2020 gestiona fondos del Estado cuyo ámbito geográfico de actuación es estrictamente nacional.

— Financia inversiones en países desarrollados y en economías emergentes, dada su capacidad de intervenir también en la estructuración de operaciones en el ámbito de la cooperación financiera con carácter desligado (por ejemplo, con la AECID, la Unión Europea o el Fondo Verde para el Clima).

— Conjuga mandatos de internacionalización (y, por tanto, ligados a que las inversiones se sustancien en empresas españolas o en sus proyectos) con mandatos de *desarrollo* (de acuerdo con los consensos internacionales, las inversiones están formalmente «desligadas» respecto de la existencia de una empresa prestataria nacional).

— Ejerce las funciones de fondo soberano del Gobierno de España como único representante de España en las principales asociaciones internacionales (International Forum of Sovereign Wealth Funds o One Planet Sovereign Wealth Funds).

— Tiene el mandato de apoyar la consolidación de un ecosistema privado de inversión de impacto social y medioambiental.

— Invierte con una amplia variedad de instrumentos financieros como aportaciones de capital o de deuda, con diferentes grados de prelación en casos de concurso.

— Su capital es mixto, público-privado, e incorpora al sector privado en su modelo de gobernanza.

Como se refería anteriormente, un elemento clave de la evolución de la compañía a lo largo del tiempo ha sido su propio aprendizaje institucional. COFIDES ha buscado desplegar eficientemente los mandatos encomendados consolidando «equipos de alto rendimiento» que aprenden en un proceso interno de mejora continua que ha resultado una «boutique financiera» no solo en unos sistemáticamente buenos resultados financieros, sino en la consolidación de una cultura y valores corporativos que podríamos englobar bajo el término de «cultura COFIDES». Dos características singulares de esta cultura empresarial son:

— Conocimiento del tejido empresarial nacional y de la oferta financiera disponible en el mercado. Ambos permiten que los instrumentos de financiación que COFIDES pone a disposición de las empresas sean adicionales a los disponibles en el mercado e intenten ofrecer soluciones concretas a las carencias de financiación de los proyectos particulares. COFIDES no ofrece productos financieros estandarizados, sino que cada una de las transacciones se estructura para satisfacer necesidades de financiación concretas que alternativamente serían muy

difíciles o costosas de conseguir. A veces las financiaciones asumen los riesgos de los proyectos (y, por tanto, de los países donde se desarrollan), mientras que en otras ocasiones se financia con garantías corporativas o se asumen prendas reales de diferente entidad. Desde la perspectiva de la «altura del balance» en la que se plasman las inversiones de COFIDES, la financiación puede tomar la forma de préstamo ordinario o estructuras participativas y/o subordinadas o bien mediante participaciones en el capital social. En cualquier caso y como es lógico, el precio y la rentabilidad esperada de las transacciones se pondera según el riesgo asumido en la financiación y sin erosionar los precios de los diferentes mercados. También se presta especial énfasis en la sostenibilidad y el impacto de las inversiones.

— Aprendizaje. Si bien la compañía recurre cuando es necesario a la contratación de servicios de consultoría externa especializada de alto nivel (por lo general de carácter financiero jurídico para conocer las características de jurisdicciones extranjeras o conocimientos sectoriales especializados y crecientemente también para cautelar el impacto de los riesgos de sostenibilidad), los equipos de la compañía internalizan la gran mayoría de las tareas necesarias para su operación eficiente. Con el conocimiento y experiencia acumulados, los equipos de COFIDES lideran el análisis y la estructuración de las transacciones de manera individualizada, diagnostican y cautelan los riesgos financieros y de sostenibilidad y siguen las inversiones hasta su liquidación.

La consolidación de esta cultura organizativa propia se ha logrado mediante el refuerzo constante de equipos profesionalizados de alto rendimiento que, con eficiencia y versatilidad, analizan, estructuran y siguen hasta el recobro de lo invertido en transacciones de elevada complejidad en diferentes geografías.

## III. EL PAPEL DE COFIDES EN LA FINANCIACIÓN DE LA INTERNACIONALIZACIÓN EMPRESARIAL EN ESPAÑA

En su mandato de internacionalización, COFIDES gestiona en exclusiva además de los recursos de los accionistas los dos fondos públicos especializados en la financiación de la inversión directa en el exterior, FIEX y FONPYME, orientados a cofinanciar proyectos de inversión privados viables con interés español en cualquier país en el exterior. COFIDES ofrece una gran variedad de productos financieros que van desde las participaciones en capital hasta diferentes modalidades de préstamos. FONPYME se orienta a las pequeñas y medianas empresas.

Como se refería anteriormente, un rasgo de la «cultura COFIDES» es la *flexibilidad en el proceso de estructuración* y aprobación de operaciones. Los productos financieros ofrecidos por COFIDES se adaptan, bajo criterios de rentabilidad y adicionalidad al mercado, a las necesidades de cada empresa y proyecto, tanto en condiciones financieras como en plazos y garantías. Las modalidades de apoyo financiero se engloban en:

— Participaciones de capital, temporales y minoritarias en el capital social de una sociedad de proyecto o de un vehículo específico. El precio de salida de la inversión puede ser prepactado con los socios españoles o ser el resultado de una valoración en el momento oportuno. En cualquier caso, el socio español en la transacción está obligado a asumir la adquisición de las acciones en el momento de la salida.

— Préstamos, que pueden ser ordinarios, es decir con condiciones de plazo, precio y otros cerrados en el momento de la entrada, o con algún tipo de variabilidad en la retribución en función de la propia evolución del negocio. Estos últimos pueden tener carácter participativo y asumir, o no, cierta subordinación. Los préstamos con retribución variable que asumen subordinación son los comúnmente llamados «préstamos participativos», mientras que los que no tienen subordinación se denominan «préstamos de coinversión». La componente variable de la retribución se liga a la evolución de algún parámetro objetivo que permita estimar la evolución del negocio.

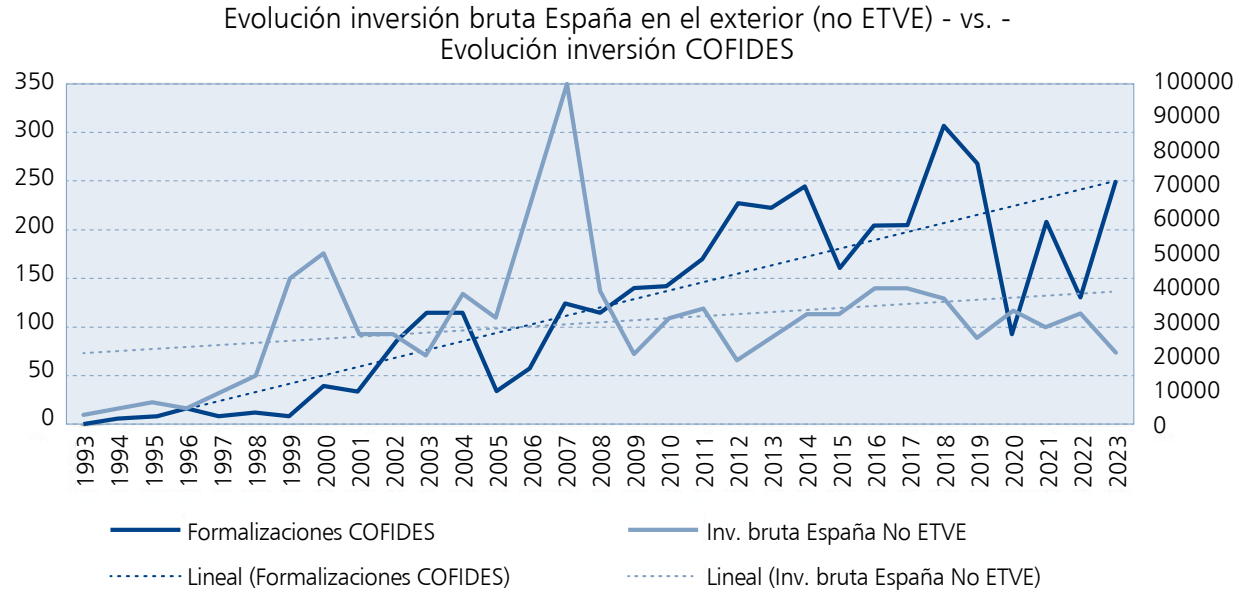
— Bonos corporativos, deuda emitida por una empresa para la captación de fondos con el objetivo de financiar sus proyectos y operaciones.

— Financiación intermediada, en la que COFIDES invierte indirectamente en las empresas a través de su participación minoritaria en fondos de capital.

El apoyo financiero de COFIDES bajo el mandato de internacionalización exige la existencia de interés español y que los proyectos

GRÁFICO 2
**INVERSIÓN BRUTA (NO ETVE, ENTIDADES DE TENENCIA DE VALORES EXTRANJEROS) DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR VS. FORMALIZACIONES DE LOS FONDOS FIEX, FONPYME Y RECURSOS PROPIOS COFIDES, 1993-2023**

En millones de euros




*Fuente:* Elaboración propia COFIDES con dato de DATAINVEX.

de inversión financiables cumplan determinados estándares medioambientales y sociales. Los proyectos pueden desarrollarse en cualquier país extranjero y todos los sectores son elegibles, excepto el inmobiliario, la industria de defensa y actividades como las relacionadas con el carbón y los combustibles fósiles.

En el año 2023, la cartera total correspondiente al mandato de internacionalización alcanzó la cifra de 1.112,86 millones de euros, un 3,48 por 100 inferior con respecto a la de 2022 (1.152,64 millones de euros). Este descenso se debió principalmente a las desinversiones registradas durante el ejercicio. Si bien la cartera se redujo como consecuencia de los favorables datos de ingresos, la actividad del año 2023 fue notablemente positiva, con una aprobación de 54 proyectos en 24 países, comprometiéndose 267,86 millones de euros, lo que supuso un incremento del 26,02 por 100 con respecto a 2022. La mitad de los proyectos aprobados tuvieron por beneficiaria a una pyme, lo que pone de manifiesto la elevada capilaridad de estos instrumentos financieros.

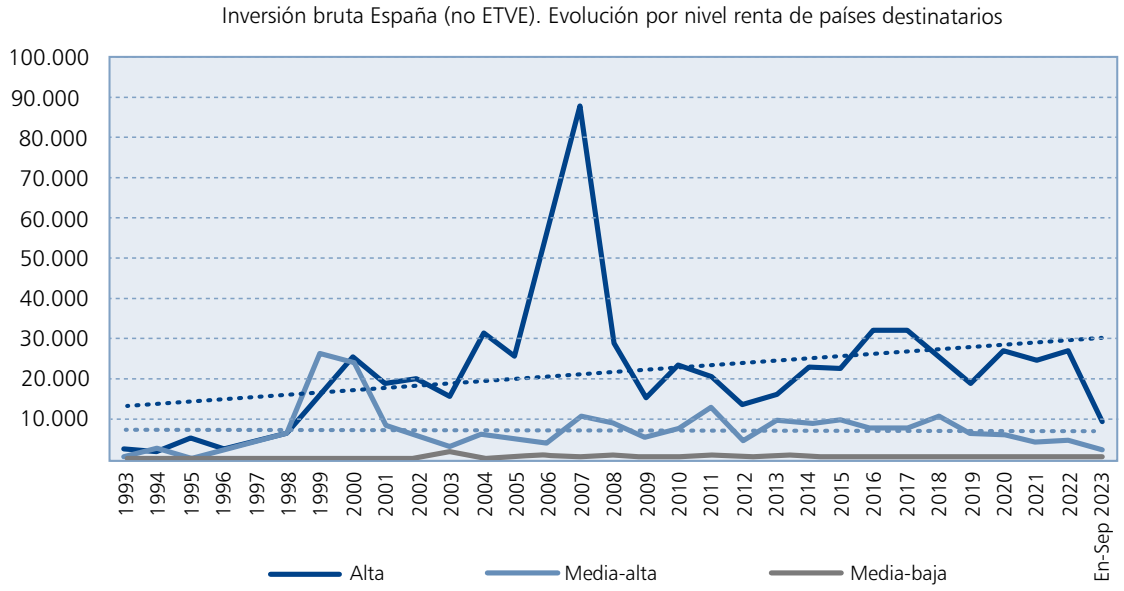
## 1. Características de la cartera de internacionalización de COFIDES

La cartera de internacionalización de COFIDES representa un pequeño porcentaje del volumen total de inversión directa emitida desde España al exterior. No obstante, un análisis comparado entre la actividad de COFIDES y el comportamiento general de la Inversión Directa en el Exterior (IDE) emitida históricamente desde España resulta útil para describir las principales características de la actividad de COFIDES en la gestión de sus fondos destinados a la financiación de la internacionalización. En este sentido, se destacan los siguientes elementos:

— *Carácter contracíclico.* Históricamente, la actividad de COFIDES ha seguido una evolución similar, con una tendencia alcista, a la de la IDE neta española. No obstante, coincidiendo con la crisis financiera de 2008 se produce un punto de inflexión. En 2009 la financiación de COFIDES a proyectos de inversión de empresas españolas en el exterior comenzó a aumentar, mientras que la IDE neta española se contrajo de

GRÁFICO 3
**INVERSIÓN BRUTA (NO ETVE) DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR POR NIVEL DE RENTA DE PAÍSES DESTINATARIOS, 1993-2023**

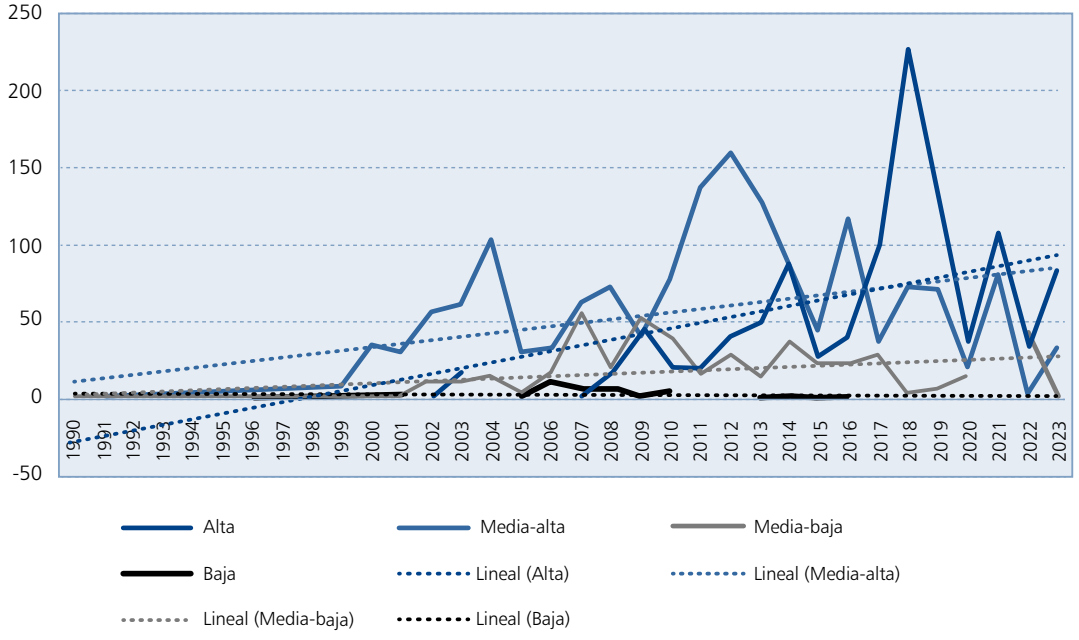
En millones de euros




*Fuente:* Elaboración propia COFIDES con datos de DATAINVEX.

GRÁFICO 4
**FORMALIZACIONES DE LOS FONDOS FIEX, FONPYME Y RECURSOS PROPIOS COFIDES 1993-2023 POR NIVEL DE RENTA PAÍSES DESTINATARIOS, 1993-2023**

En millones de euros




*Fuente:* Elaboración propia COFIDES con datos de DATAINVEX.

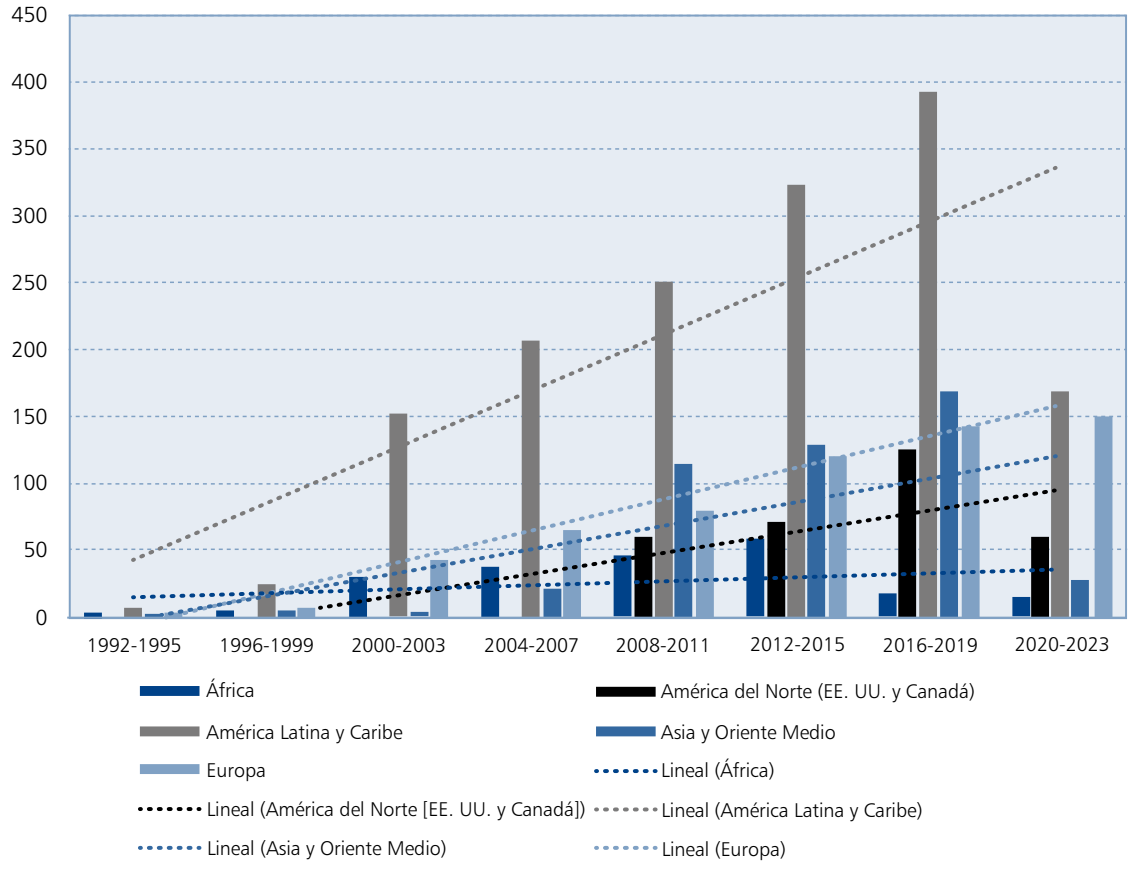
forma significativa, poniendo de manifiesto también que, desde el cumplimiento de unos determinados niveles de riesgo y solvencia adecuados, el sector público puede desempeñar un papel activo para facilitar un mayor volumen de recursos financieros al sector privado frente a episodios de restricciones de acceso a la financiación. Al mismo tiempo, muestra la capacidad de absorción del sector privado en circunstancias puntuales y su determinación en favorecer el crecimiento y diversificación de sus negocios. La empresa que se internacionaliza mitiga los potenciales riesgos que puede atravesar una caída en el mercado doméstico y desarrolla un modelo de negocio global más competitivo y sostenible en el tiempo.

— *Mercados de destino por nivel de renta*. Si tenemos en cuenta el nivel de renta en destino, la inversión española en el exterior ha estado tradicionalmente orientada hacia países de renta alta. La actividad de COFIDES sigue este patrón a partir de 2017.

— *Distribución geográfica de la inversión*. Desde un punto de vista geográfico, el comportamiento general de la IDE emitida desde España muestra una prevalencia clara de la Unión Europea como destino principal, además de ser también la región con mayor tendencia de crecimiento en los últimos treinta años. En el caso de la actividad de COFIDES, sin embargo, la región de América Latina prevalece sobre las demás, seguida de la Unión Europea. En concreto, el número de proyectos

GRÁFICO 5
**FORMALIZACIONES DE LOS FONDOS FIEX, FONPYME Y RECURSOS PROPIOS COFIDES POR REGIONES DE DESTINO, 1993-2023**

En millones de euros




*Fuente:* Elaboración propia COFIDES con datos de DATAINVEX.

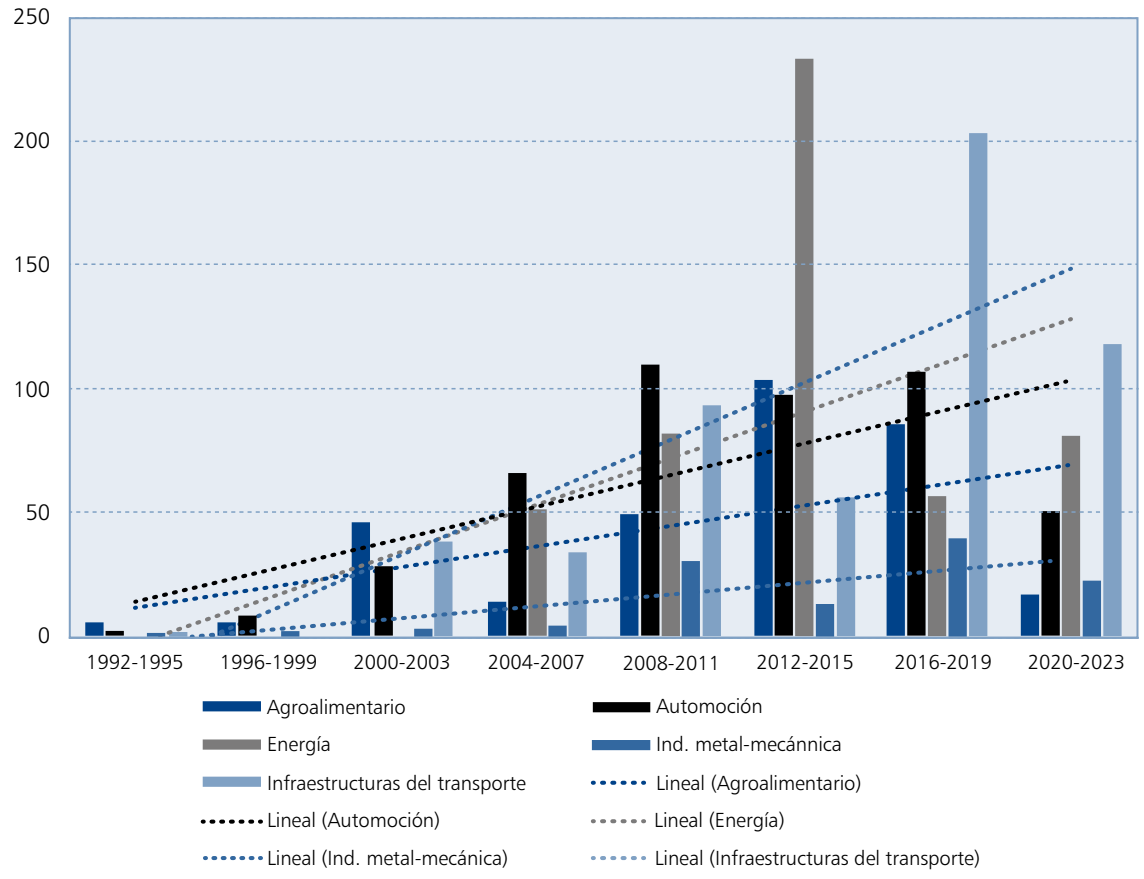
aprobados por COFIDES en la región (417) ha supuesto el 45,7 por 100 del total aprobado y los recursos movilizados (más de 1.400 millones de euros), representaron el 47,4 por 100 del total de su compromiso histórico. Por países, destaca México, donde se han aprobado 149 proyectos por un importe total de casi 500 millones de euros, seguido de Brasil, con 72 proyectos aprobados y 356 millones de euros comprometidos. Europa representa un 15 por 100 del total comprometido. En tercer lugar, se posiciona Asia, Oriente Medio y Oceanía (12 por 100 del total de recursos aprobados por COFIDES desde 1990), destacando China e India como principales países de destino. Por último, cabe mencionar una discreta penetración de las empresas españolas en África con Marruecos y Sudáfrica como principales mercados. En lo que respecta a África Subsahariana, la actividad de COFIDES se ha desarrollado fundamentalmente a través de las facilidades de financiación EFP e ICCF, de la que es accionista.

— *Distribución sectorial.* La actividad de COFIDES ha tenido, históricamente, una gran diversidad sectorial. Los sectores con mayor presencia tanto en número de proyectos financiados como en recursos movilizados han sido los estratégicos de la economía española como el agroalimentario, la automoción, o la energía, junto con la industria química y farmacéutica. Atendiendo al volumen de financiación aprobada, mención especial merecen los proyectos de infraestructuras del transporte, que han supuesto

GRÁFICO 6

**FORMALIZACIONES DE LOS FONDOS FIEX, FONPYME Y RECURSOS PROPIOS COFIDES POR SECTORES, 1993-2023**

En millones de euros




*Fuente:* Elaboración propia COFIDES con datos de DATAINVEX.

más de 413 millones de euros (13,8 por 100 del total).

## 2. Adicionalidad, sostenibilidad y ESG

Seña distintiva de COFIDES es su especialización en instrumentos adicionales a los del sector financiero privado. Esa adicionalidad es manifiesta claramente cuando el apoyo se materializa a través de participaciones en capital o casi capital, a la que los inversores españoles han sido relativamente renuentes, pero también es relevante en términos más generales.

Cuando COFIDES invierte en instrumentos que refuerzan los fondos propios (capital o casi-capital) de las empresas o proyectos en el exterior, los promotores españoles: 1) con los correspondientes y equilibrados pactos entre socios, pueden tener el control del proyecto de inversión; 2) pueden alcanzar mayores niveles de apalancamiento que si la inversión fuese en deuda; 3) multiplican la capacidad de inversión en otros proyectos, bien en el exterior o bien en España, al consumir la inversión en el exterior una menor proporción de los recursos disponibles para nuevos proyectos.

Por otra parte, para muchos clientes la presencia de COFIDES en sus proyectos: 1), aporta confort, a veces de manera no directamente explícita, a promotores, financiadores y reguladores al dotar al proyecto del intangible del respaldo del Estado español y sus influencias, a la iniciativa; y 2), allana, a través de su red de alianzas estratégicas, la inversión por parte de terceros privados y/o públicos (instituciones financieras de desarrollo, gestoras de fondos, bancos accionistas, instituciones internacionales y nacionales), en tanto que el respaldo-COFIDES aporta altos estándares, comparables con los mejores, en lo que respecta a la viabilidad económica y técnica de las operaciones, sostenibilidad e impacto, Gobierno corporativo, etc.

En cualquier caso, COFIDES actúa exclusivamente como socio financiero, por lo que no interviene activamente en la gestión del proyecto. La participación de COFIDES en los consejos de administración de las sociedades, con objetivos de información y también como facilitador de eventuales controversias, se produce a través de consejeros o de observadores, y, en todo caso, en proporción al porcentaje de capital que ostenta. Los pactos de accionistas y el conjunto de la armazón legal de las inversiones recogen fidedignamente los términos de la relación corporativa.

En el siguiente gráfico se representa la evolución de las actividades de COFIDES desde sus inicios, distinguiendo por tipo de producto financiero. Como se observa, las participaciones en capital siempre han desempeñado un papel muy destacado, representando, aproximadamente, el 40 por 100 en volumen de financiación sobre el total, llegando incluso a superar en determinados años el peso de los instrumentos de deuda (gráfico 7) y manteniéndose una línea de crecimiento sostenido a lo largo del tiempo.

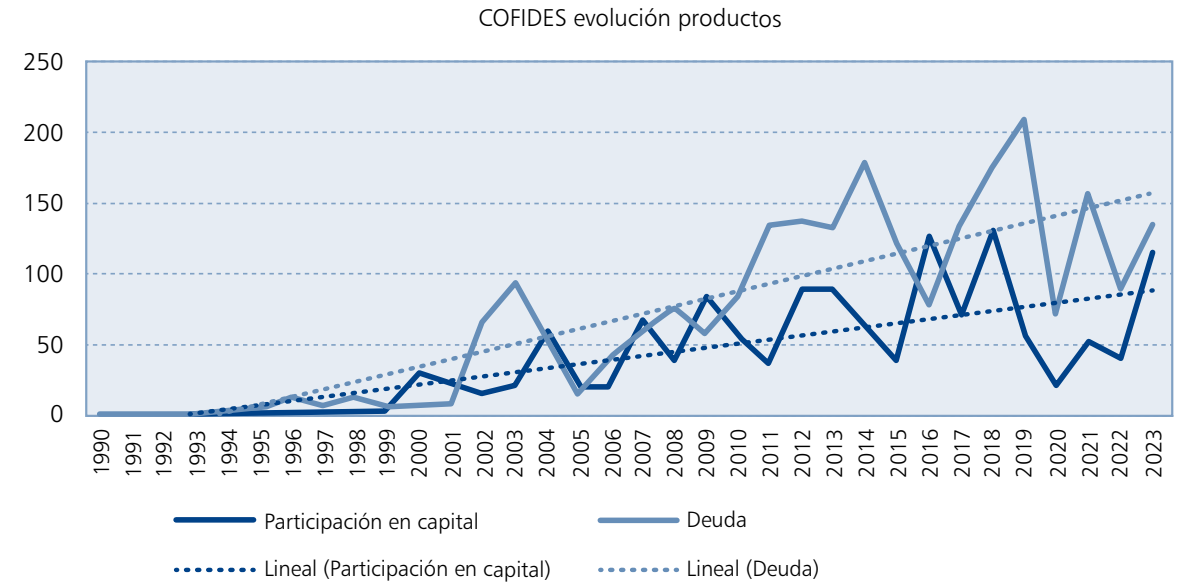
COFIDES ha consolidado una contrastada experiencia en materia de sostenibilidad y en la integración de las cuestiones ESG a lo largo de todos sus ámbitos de actuación. En 2001 COFIDES instauró de forma pionera en el sistema financiero español su política ambiental y social, adelantándose en varios años a la explosión del fenómeno de las finanzas sostenibles y anticipando en cierta forma el cambio de paradigma actual del sector financiero español. La estrategia de financiación sostenible de COFIDES se apoya en tres pilares: 1) refuerzo de la cultura de sostenibilidad; 2) introducción de incentivos; y 3) replanteamiento del modelo de negocio para identificar oportunidades que surjan como consecuencia de la transición hacia una economía baja en emisiones de carbono.

Es digno de señalar que desde 2019 el componente variable de la retribución de la plantilla de COFIDES está ligado a consecución de objetivos de sostenibilidad. Esto genera un sistema de incentivos que implica a toda la empresa en la cultura de la sostenibilidad, uno de los valores principales de la denominada «cultura COFIDES». La sostenibilidad y la inversión de impacto forman, por tanto, parte del ADN de COFIDES y de su misión como entidad financiadora de proyectos. La sostenibilidad, en sentido amplio y en todas sus vertientes (medioambiental, social y de gobernanza) está presente en COFIDES en todas sus dimensiones de forma transversal: en materia de Gobierno corporativo, estrategia empresarial, gestión del riesgo y en las métricas de impacto.

### Programa COFIDES Impact y otras acciones de relevancia en materia de sostenibilidad

Desde finales de 2022 COFIDES desarrolla el programa COFIDES Impact, creado en el marco del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia con el objetivo de impulsar proyectos de inversión en el exterior que gene-

GRÁFICO 7
**FORMALIZACIONES DE LOS FONDOS FIEX, FONPYME Y RECURSOS PROPIOS COFIDES 1993-2023 POR TIPO DE INSTRUMENTO FINANCIERO,1990-2023**




*Fuente:* Elaboración propia COFIDES con datos de DATAINVEX.

ren impacto positivo alineado con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS). Con un presupuesto inicial de 1,7 millones de euros, a 31 de diciembre de 2023 se habían formalizado más de 750.000 euros (44 por 100 del total) en 35 operaciones (lo que supone el 63 por 100 del objetivo propuesto de número de empresas beneficiarias). El programa finalizará en diciembre de 2024, por lo que su ejecución se encuentra a mitad de camino.

Además de este programa, el compromiso de COFIDES con la sostenibilidad y el logro de los mayores estándares en materia de ESG se manifiestan a través de las siguientes actividades y metas:

— Medición de la huella de carbono de la cartera.

— Objetivo explícito de alcanzar el 30 por 100 de proyectos climáticos en la cartera de internacionalización para formalizaciones durante el período 2022-2024.

— COFIDES forma parte de la línea de cofinanciación Interact Climate Change Facility (ICCF), una línea de inversión creada por la Asociación Europea de Instituciones Financieras de Desarrollo (EDFI) y el Banco Europeo de Inversiones (BEI), que tiene como objetivo financiar proyectos de inversión privados y viables que contribuyan a la lucha contra el cambio climático.

— COFIDES participa a través de la EDFI en la iniciativa ElectriFi, con la que se apoyan inversiones en energías renovables para la electrificación rural en países y economías en desarrollo.

— COFIDES forma parte del Programa de Energías Renovables para África Subsahariana, centrado principalmente en zonas rurales, en el marco de la plataforma de inversión del Fondo de Garantía del EFSD.

— En 2018 COFIDES obtuvo su acreditación ante el Fondo Verde para el Clima, organismo de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático que financia proyectos de mitigación y adaptación al cambio climático.

## 3. El papel de COFIDES en la internacionalización de las pymes españolas

Una de las principales barreras a la que se enfrentan las pymes cuando quieren invertir en terceros países es la dificultad para acceder a financiación y la falta de instrumentos financieros que se adapten a sus necesidades. Si por una parte los balances de las pymes no suelen, por lo general, ser suficientemente holgados como para que

la financiación comercial asuma los riesgos inherentes a la inversión internacional, los mercados financieros y de capitales de terceros países evitan financiar pymes sin un historial previo en el país. En los países emergentes, además, los mercados están poco desarrollados y el coste de la financiación es, por lo general, muy caros para las capacidades de financiación de la pyme.

Es por ello por lo que la pyme, su competitividad, crecimiento, apertura a los mercados exteriores e inserción en las cadenas globales de valor siempre fueron una preocupación de COFIDES: el COFIDES inicial prácticamente solo trabajaba con pymes; cuando a finales de la década de los noventa del pasado siglo se crearon los fondos para internacionalización se creó un fondo especial para la pyme; el programa FONREC concentró su actividad en la empresa de tamaño mediano; y el aún en gestación Fondo de Impacto Social y Medioambiental (FIS) tiene a la pyme como foco prioritario de actividad.

Este interés por la empresa de tamaño mediano y pequeño no es solo porque este segmento empresarial incluya en España aproximadamente tres millones de empresas, que representan el 99,8 por 100 del total del censo nacional de empresas y genere más de 10 millones de puestos de trabajo (el 64,2 por 100 del empleo) así como el 65 por 100 del valor añadido. Si bien muchas de ellas han conseguido abrirse al exterior y mejorado su competitividad, lo cierto es que, por lo general, siguen siendo muy vulnerables a los cambios en los ciclos económicos y a *shocks* externos como son los generados recientemente por la pandemia COVID-19, los incrementos de la inflación, las disrupciones en las cadenas de suministros o el conflicto bélico en Ucrania.

Aunque en los últimos años se ha incrementado el número de pymes españolas con actividad en el exterior, existe todavía una diferencia importante entre aquellas que exportan y las que se atreven a abrir filiales comerciales o productivas. Las pymes internacionalizadas son más competitivas que las que operan exclusivamente a nivel nacional, al beneficiarse de una mayor eficiencia y economías de escala, tienen un mayor acceso a conocimientos técnicos y tecnología para formar parte de las grandes cadenas de valor internacionales.

En este contexto, la actividad de COFIDES, como gestor de sus propios recursos y del FONPYME, adquiere un papel relevante dentro de los distintos programas públicos para favorecer el crecimiento y competitividad de las pymes españolas.

## IV. LA ACTIVIDAD DE COFIDES EN EL ÁMBITO DE LA FINANCIACIÓN DEL DESARROLLO

Desde el consenso alcanzado en 2015 con motivo de las cumbres celebradas en Nueva York, París y Adís Abeba, los diferentes actores vinculados a la financiación del desarrollo están inmersos en una profunda evolución hacia un modelo más sostenible e inclusivo en el que las inversiones tienen la finalidad de conseguir un retorno apropiado para promotores privados y financiadores, así como un impacto social y medioambiental positivo. En este proceso, el sector privado tiene un papel angular, no solo como generador de riqueza y empleo digno, sino como promotor de innovaciones, transmisor de conocimientos, tecnologías y comportamientos de buen Gobierno, así como actor esencial en la lucha contra el cambio climático y sus efectos.

La estrategia de COFIDES, íntimamente ligada a la consecución de los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) se ha centrado, por un lado, en movilizar y articular a los actores relevantes y contribuir a conformar el ecosistema necesario para el desarrollo; y, por otro, como financiador, en generar efectos demostración que contribuyan a movilizar recursos procedentes del sector privado. Para la correcta ejecución de esta estrategia, COFIDES acometió y logró los procesos de acreditación ante la Unión Europea y Fondo Verde para el Clima de Naciones Unidas. El objetivo último de estas acreditaciones era ser capaces de recabar de las instituciones internacionales recursos «blandos» que pudieran ser «mezclados» (*blended*) con recursos privados para, reduciendo el riesgo percibido por los inversores comerciales (*de-risking*) hacer viables operaciones y estructuras financieras con un alto impacto positivo.

El cumplimiento del mandato vinculado a la financiación del desarrollo por parte de COFIDES se basa en la ejecución de dos grandes líneas de actividad. Por un lado, de asesoramiento «apoyo a la gestión» al FONPRODE de la AECID (en su mayoría a través de instrumentos financieros con el sector privado) y, en segundo lugar, de identificación y estructuración de operaciones de inversión con cargo al presupuesto de organismos internacionales como la Unión Europea o el Fondo Verde para el Clima.

## 1. Ámbito FONPRODE

Con la reforma de la Ley del Fondo de Promoción del Desarrollo (FONPRODE) en 2014 y de su Real Decreto en 2015, COFIDES pasó a desempeñar las labores de apoyo a la AECID en la gestión del FONPRODE. Con ello, se conformaba el ya conocido como «triunvirato» de la cooperación financiera española, que consta de tres actores:

— AECID en el centro del esquema, como gestor del FONPRODE.

— ICO como agente financiero del Estado, dado que el FONPRODE no tiene personalidad jurídica.

— COFIDES como institución que presta apoyo a AECID de la gestión del fondo, encargándose de la debida diligencia, elaboración de propuestas, apoyo a la formalización y seguimiento de la cartera del FONPRODE, llevando también a cabo labores de identificación en operaciones de sector privado.

Este modelo ha funcionado durante los últimos diez años con una trayectoria positiva de COFIDES como asesor especializado de una cartera aproximada de transacciones por un importe global de más de 1.000 millones de euros en operaciones de préstamos soberanos a Estados, préstamos a entidades microfinancieras dirigidos a promover la inclusión financiera y participaciones en fondos de inversión de impacto.

No obstante, el modelo también ha mostrado ciertas limitaciones que han llevado a que desde hace ya algún tiempo esté abiertamente sobre la mesa una posible reforma de la arquitectura de la financiación española al desarrollo. Esta reforma tendría como objetivo final conseguir un impacto mayor, así como una mayor participación de la cooperación financiera española en los diversos foros e instituciones internacionales, pudiendo aprovechar las potenciales ventajas y sinergias que estos ofrecen. Un paso en este sentido ha sido la aprobación de la Ley 1/2023, de 20 de febrero, de Cooperación para el Desarrollo Sostenible y la Solidaridad Global, que crea un nuevo fondo, el Fondo Español de Desarrollo Sostenible, que pretende ser más flexible que su predecesor y que está pendiente a fecha de este artículo de desarrollo reglamentario. Sin embargo, además de la creación de este nuevo instrumento, la reforma de la cooperación financiera española no estará completa hasta que no se aborde también una reforma institucional que permita, ganar eficiencia, combinar sinergias y evitar duplicidades e ineficiencias.

## 2. Financiación combinada (*blended finance*) y financiación climática

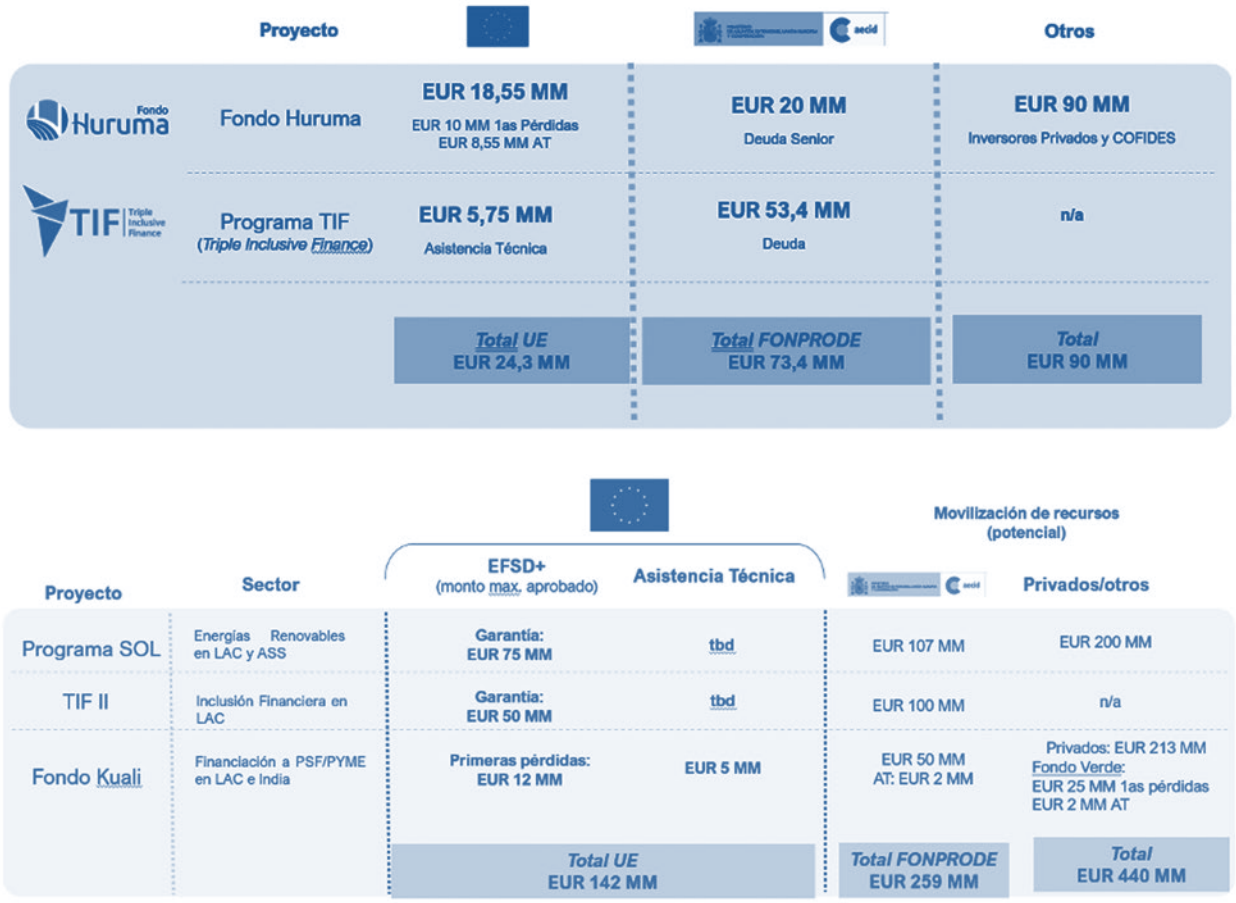
Como se decía anteriormente, la «financiación combinada» permite mezclar fondos reembolsables comerciales movilizados por las entidades acreditadas, como COFIDES, con fondos no reembolsables o subsidiados. Las instituciones que conforman la arquitectura de fomento financiero público están llamadas a diseñar una oferta que incentive al máximo la participación de recursos privados en los proyectos de inversión (*credit enhancement*). Los principales actores internacionales como Naciones Unidas, a través del Fondo Verde para el Clima, la banca multilateral y las instituciones financieras bilaterales con sus principios para el *blending*, o la Comisión Europea ofrecen ya importantes cantidades de recursos de carácter concesional para ser combinados con fondos privados. Esta fórmula, denominada en el argot *blended finance*, debería movilizar financiación hacia aquellos proyectos que, aun siendo vitales para un progreso sostenible e inclusivo, no resultan *a priori* suficientemente atractivos, en gran parte por sus elevados niveles de riesgo o su carácter pionero en economías y/o sectores difíciles, para los inversores comerciales.

En este contexto, y con la convicción de la necesidad de converger hacia una economía más sostenible, COFIDES se propone fomentar el ecosistema empresarial y financiero necesario para la erradicación de la pobreza a través de la inversión de impacto. La compañía es crecientemente activa tanto en la movilización de los recursos que buscan el impacto en la sostenibilidad como en la promoción de proyectos en los que la colaboración público-privada y la movilización de recursos de diferentes fuentes contribuyan a mejorar las oportunidades de financiación de sectores, empresas y proyectos que de otro modo quedarían excluidas del sector financiero tradicional.

Actualmente existen tres programas en ejecución con fondos de la UE: Fondo Huruma, Triple Inclusive Finance (TIF) y el Programa de Energías Renovables para África Subsahariana. A finales de 2022 se aprobaron otros cuatro programas (Fondo Kuali, TIF II, SOL, GSIF) —pendientes en su mayor parte de formalización— Es decir, la cartera pasará de aproximadamente 50 millones de euros bajo gestión a prácticamente 200 millones de euros. Los fondos de la UE se materializan a través de diversos instrumentos (asistencia técnica, participación en capital, garantías).

GRÁFICO 8

**PROYECTOS EN CARTERA Y EN EJECUCIÓN ESTRUCTURADOS POR COFIDES CON PARTICIPACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA**




*Fuente:* Elaboración propia COFIDES con datos de la DG INTPA, Comisión Europea.

Además, también se ha aprobado la contribución del Fondo Verde para el Clima a la primera operación presentada por COFIDES –Fondo Kuali– que, como se ha mencionado anteriormente, también cuenta con la participación de la UE. La Unión Europea también ha aprobado la contribución de 17 millones de euros a este fondo. Se trata de un nuevo fondo de inversión de impacto liderado por COFIDES y gestionado por la gestora española de inversión de impacto Gawa Capital Partners. El proyecto se ha convertido en el primer proyecto español al que se asignan recursos del Fondo Verde para el Clima de las Naciones Unidas.

## V. LOS NUEVOS INSTRUMENTOS ASOCIADOS A LOS MANDATOS DE ÁMBITO NACIONAL: FONREC, FOCO Y FIS

La aprobación de la adenda al Plan de Recuperación Transformación y Resiliencia (PRTR) de España por parte del Consejo de Asuntos Económicos y Financieros de la Unión Europea (ECOFIN) constituye un destacado avance en el proceso de transformación estratégica de la economía española. Supone la movilización de más de 10.000 millones de euros en transferencias y hasta 84.000 millones de euros en préstamos provenientes de los fondos *Next Generation EU*.

Es una oportunidad extraordinaria para nuestro país, sin precedentes en cuanto al alcance y volumen de recursos financieros, para impulsar un proceso ambicioso de modernización estructural de la economía española.

En este contexto, COFIDES se ha posicionado como una institución financiera pública fundamental en la ejecución del PRTR. Como se mencionaba al inicio, la especialización de COFIDES en el apoyo financiero a proyectos de inversión de empresas privadas la configura como una entidad idónea para gestionar fondos públicos, movilizando los recursos adicionales del sector privado.

La ya mencionada «cultura COFIDES» ha contribuido a la reciente ampliación de la asignación de mandatos e instrumentos financieros para contribuir a dar respuesta a los retos de la economía española. En 2021, COFIDES recibió el encargo de gestionar un fondo para preservar la solvencia de empresas gravemente afectadas por la pandemia del COVID-19 y en el marco de la adenda del PRTR ha sido mandatada más recientemente para gestionar dos nuevos fondos estatales que contribuirán, el primero de ellos, al refuerzo del ecosistema nacional de inversión de impacto y, el segundo, a la atracción de inversión extranjera a España para la modernización del modelo productivo y el impulso de la competitividad.

## 1. Fondo de Recapitalización (FONREC)

La mayor parte del esfuerzo llevado a cabo por el sector público durante el ejercicio 2021 se dirigió a la dinamización del tejido productivo de menor tamaño, incluyendo las ayudas directas a autónomos y empresas, los ERTE, las líneas de avales gestionadas por el ICO, o las líneas de cobertura de CESCE (Compañía de Gestión Integral del Crédito Comercial). En este contexto, en junio de 2021, siguiendo el Real Decreto Ley 5/2021, se puso en marcha el Fondo de Recapitalización de Empresas Medianas Afectadas por el COVID-19 (FONREC), gestionado por COFIDES.

FONREC aprobó inversiones por importe de casi 800 millones de euros (de una dotación inicial de 1.000 millones de euros), con las que ha apoyado, a través de diferentes instrumentos de financiación –especialmente préstamos participativos– la solvencia de casi un centenar de empresas privadas de tamaño medio repartidas por toda la geografía española en diversos sectores de actividad.

El objetivo estratégico de FONREC era garantizar la viabilidad de un segmento de empresas fundamental para la economía española, el de capitalización media o *midcaps* (con volúmenes de facturación entre 10 y 400 millones de euros), que se vieron afectadas de forma muy importante por la pandemia. Se trataba de financiación de último recurso, es decir, de fondos para empresas con problemas de supervivencia y sin acceso a financiación de mercado en términos asequibles.

Mediante el apoyo a las *midcaps* españolas se buscaba, además, sostener al conjunto de la cadena de subcontratación conexa de empresas menores y autónomos. Las empresas medianas, que suelen tener un fuerte arraigo regional, son frecuentemente pilares de la economía en muchos territorios, y de ellas dependen no solo sus empleados directos, sino gran parte de la economía subsidiaria de la zona en la que están establecidas. En estas localizaciones la eventual quiebra de la empresa de referencia se traduce en una crisis económica y social, por lo que evitar los cierres era un objetivo primordial.

La actividad de FONREC ha supuesto el mantenimiento de cerca de 37.000 empleos directos con una amplia diversidad geográfica, pues han obtenido financiación compañías cuya sede social se encuentra en 14 comunidades autónomas, si bien el impacto se distribuye por todo el territorio nacional. El sector industrial ha sido el que más apoyo ha recibido, seguido de las actividades relacionadas con el turismo y la restauración y servicios. En cualquier caso, hay una presencia relativamente diversificada de sectores beneficiarios. Todas las empresas receptoras de las inversiones eran viables antes de la pandemia y tienen modelos de negocio sólidos para su crecimiento a medio plazo.

Con la mirada puesta en el medio y largo plazo, el trabajo de COFIDES se concentra ahora en acompañar a las empresas adjudicatarias para alcanzar el objetivo de volver a la senda de la rentabilidad y consolidar su competitividad.

Mientras esté viva la financiación pública, las compañías deberán mantener una serie de restricciones. Entre otras, la imposibilidad de distribución de dividendos a los accionistas o la vigilancia estrecha de las remuneraciones de los miembros de los consejos de administración y la alta dirección.

Este esfuerzo se exigía con el fin de preservar el destino finalista del apoyo y el uso productivo de la inversión, que se plantea con una duración máxima de ocho años. El papel de COFIDES de ahora en adelante es doble. Por un lado, asesorar a las empresas de la cartera en su gestión, acompañando en su día a día durante los próximos ejercicios. Por otro lado, velar

por la inversión pública realizada, tratando de maximizar la devolución de la financiación otorgada.

### Fondo de Coinversión (FOCO)

A finales de 2023, el Gobierno formalizó la creación de un nuevo fondo público, denominado Fondo de Coinversión (FOCO), con una dotación inicial de 2.000 millones de euros y destinado a la atracción de inversión extranjera directa para el desarrollo de nuevos proyectos de inversión de empresas privadas en España en sectores estratégicos.

FOCO actuará como catalizador para la mejora de la competitividad de la economía española, potenciando la modernización y competitividad de nuestro modelo productivo mediante la inversión en actividades económicas que impulsen principalmente la transición verde y digital, así como otras actividades estratégicas como la innovación tecnológica.

El despliegue de recursos de naturaleza pública no resulta suficiente para responder a las elevadas necesidades financieras asociadas a estos nuevos retos globales y, FOCO, actuando como palanca, canalizará financiación adicional de inversores extranjeros, tanto públicos como privados en régimen de coinversión.

Estas coinversiones podrán realizarse de forma directa en proyectos y empresas, e indirecta a través de fondos de inversión. En ambos casos, FOCO desplegará sus recursos principalmente a través de la toma de participaciones de capital, junto con inversores extranjeros, que deberán asumir un volumen de inversión como mínimo igual al de FOCO. El fondo solo podrá tomar posiciones minoritarias, es decir, la participación del capital de propiedad pública en un beneficiario final no podrá superar el 49 por 100 del capital total.

Las características principales del Fondo de Coinversión son las siguientes:

— Realizará principalmente inversiones de capital en empresas privadas con sede en cualquier país de la Unión Europea y centro de trabajo en España que acometan proyectos de inversión en el territorio nacional.

— Las inversiones de FOCO se harán siempre de forma conjunta con un coinversor extranjero. Los coinversores podrán ser tanto instituciones financieras públicas extranjeras (fondos soberanos, fondos públicos de pensiones, etc.) como inversores institucionales privados extranjeros (fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías aseguradoras, etc.). También serán elegibles los vehículos y entidades de inversión privada nacionales que atraigan inversores extranjeros, así como las sociedades de capital extranjero que participen en figuras societarias en España.

— La contribución de los coinversores extranjeros para cada operación debe ser al menos equivalente a la contribución de FOCO.

— El fondo siempre tomará participaciones minoritarias y la suma del capital público total tanto en empresas como en fondos no podrá superar nunca el 49 por 100 del capital total para cada operación.

— Vigencia indefinida, de manera que los retornos que se obtengan de las inversiones financiadas se reinvertirán en nuevas operaciones en línea con la estrategia y objetivos del fondo, para continuar apoyando los retos asociados a la transformación sostenible del modelo productivo español.

— La financiación podrá ser directa en empresas o indirecta (mediante la toma de participaciones en fondos que realicen inversiones en España alineadas con los objetivos de FOCO).

— Las inversiones tendrán un volumen mínimo de 10 millones de euros y un máximo de 150 millones de euros por operación y promotor.

FOCO inició su puesta en marcha en el primer trimestre de 2024 y aspira a desempeñar un papel clave para impulsar la modernización, sostenibilidad y resiliencia del modelo productivo español, materializando nuevas inversiones en España en sectores estratégicos decisivos para la competitividad de nuestra economía.

Cabe recordar que instituciones similares de otros países de nuestro entorno (BPI en Francia o BBB en Reino Unido) han creado vehículos financieros similares con el mismo objetivo de atraer inversiones que transformen su especialización productiva.

## 2. FIS

COFIDES recibió en 2024 el mandato de poner en marcha un nuevo instrumento de inversión de impacto de ámbito nacional, el Fondo de Impacto Social (FIS), con una dotación de 400 millones de euros provenientes del mecanismo *Next Generation EU.*

Este fondo proporcionará capital y préstamos –no subven-

ciones– para, con recursos de procedencia pública: 1), facilitar la superación de algunos de los fallos de mercado que limitan el flujo de recursos privados y de iniciativas empresariales hacia sectores y actividades con impacto hoy desatendidas en el bienestar de amplias capas de la sociedad y en la solución de problemas medioambientales; 2), movilizar recursos privados que contribuyan a cerrar las brechas de financiación existentes; y 3), reforzar el conjunto del ecosistema español de inversión de impacto.

FIS está gestionado en exclusiva por COFIDES, entidad pionera en España en la inversión ESG y en la estructuración de inversiones de impacto en países y economías emergentes. Para su diseño se han tenido en cuenta las experiencias y aprendizajes de otros fondos similares en Reino Unido, Portugal, Francia o Japón.

Con el fin de hacer viables inversiones que de otro modo no lo serían, a través de FIS se facilitará el diseño de instrumentos financieros innovadores adaptados a la singular realidad de la economía social y se reforzará la consolidación de las denominadas «empresas con propósito» (como las Sociedades de Beneficio e Interés Común contempladas en la Ley española). El fondo dispondrá de instrumentos de capital y deuda para realizar coinversiones tanto directamente, en iniciativas empresariales concretas con propósito social y medioambiental, como mediante financiación indirecta, bien dotando de liquidez a intermediarios financieros especializados o aportando recursos, incluso en forma de participaciones minoritarias de capital, en fondos de inversión de impacto.

La inversión indirecta del FIS persigue el doble objetivo de apalancar y multiplicar los recursos del sector privado y facilitar la inversión en todas las fases de madurez de los proyectos. En cualquier caso, la financiación pública exigirá aportaciones *pari passu* de terceros. En situaciones debidamente justificadas las inversiones del fondo podrán incorporar cierto carácter concesional, salvaguardándose siempre el principio de que la financiación ha de obtener una rentabilidad financiera superior al principal invertido.

FIS contará además con una pequeña línea de asistencia técnica para complementar la financiación reembolsable en los casos en los que sea necesario reforzar algunas de las debilidades estructurales del sector como, por ejemplo, la medición y la gestión del impacto, o el despliegue de los propios instrumentos financieros mediante el refuerzo de los intermediarios o la capacitación de los beneficiarios finales.

En resumen, FIS aspira a ser una herramienta innovadora que transforme y consolide el Estado de bienestar atrayendo capital privado para dar respuesta a problemas sociales y medioambientales y contribuyendo a la consecución de los objetivos de desarrollo sostenible.

El éxito de FIS dependerá de la consolidación de un verdadero ecosistema de economía impacto en nuestro país, para lo que no basta con que el sector público incremente los recursos presupuestarios dirigidos hacia la base de la pirámide, los sectores sociales más necesitados o al impulso de la transformación verde. Será preciso alcanzar una mayor implicación y complementariedad real de los diversos actores del ecosistema de impacto: sector público (central, autonómico y local), empresas privadas y de carácter social, instituciones de apoyo y asistencia técnica, sector del conocimiento y universidades y la filantropía. El objetivo es, en definitiva, incorporar soluciones innovadoras que, en un entorno competitivo, permitan ganancias de eficiencia y la viabilidad a largo plazo de los modelos de negocio.

## VI. CONCLUSIONES

En 2025, España acogerá como país sede la celebración de la Conferencia de Naciones Unidas sobre Financiación del Desarrollo. La Conferencia de Adís Abeba (2015) marcó un nuevo rumbo en la agenda económica y financiera internacional, introduciendo un cambio en la percepción de los grandes retos globales y dando lugar a una reorientación de las instituciones financieras internacionales junto con la redefinición del papel de los sistemas nacionales de fomento financiero.

En el caso de España, COFIDES junto con el resto de las instituciones financieras públicas ha evolucionado hacia un modelo en el que los sectores públicos y privados son cada vez más interdependientes y, a su vez, agentes responsables frente a muchos de los retos globales a los que se enfrentan nuestros Estados y sociedades.

COFIDES se ha consolidado como la gestora de referencia de fondos públicos que el Estado español asigna con carácter reembolsable a empresas privadas para alcanzar determinados objetivos de política pública, operando en cinco mandatos específicos (financiación de la internacionalización, financiación del desarrollo a través del sector privado, apoyo a la solvencia empresarial, apoyo financiero a la atracción de inversiones y financiación de la inversión de impacto en España).

La actividad tradicional de COFIDES, centrada principalmente en la financiación de inversiones directas de empresas privadas españolas en el exterior, muchas de ellas de tamaño pequeño y mediano, refleja el comportamiento del sector privado español en las tres últimas décadas, que ha evolucionado hacia una mayor presencia en mercados con niveles de renta media y alta, con una amplia diversificación sectorial, liderazgo internacional en actividades como la construcción de infraestructuras o las energías renovables y, en general, una mayor sensibilidad hacia la sostenibilidad.

En relación al mandato de financiación del desarrollo, además de su destacado papel como asesor de la actividad financiera de la AECID a través del FONPRODE, COFIDES se ha especializado en la gestión de instrumentos financieros de *credit enhancement*, con el objetivo de contribuir a la erradicación de la pobreza a través de la movilización de recursos financieros que contribuyan a mejorar las oportunidades de financiación de sectores, empresas y proyectos que de otro modo quedarían excluidas del sector financiero tradicional.

Desde 2020 COFIDES se ha posicionado como una institución financiera pública fundamental en la ejecución del PRTR, fruto de su especialización en el apoyo financiero a proyectos de inversión de empresas privadas, lo que la convierte en una entidad idónea para la gestión de fondos públicos que a su vez promuevan la movilización de recursos adicionales del sector privado.

En este sentido, el sistema público de fomento financiero tiene margen de mejora en lo relativo a la movilización de recursos orientados a estos nuevos retos globales.

De la comparación de las mejores prácticas observadas en los países de nuestro entorno y de la propia experiencia de COFIDES, se identifican varias conclusiones entre las que destacan las siguientes:

— Es fundamental incorporar la sostenibilidad y la financiación climática a la misión y estrategias de todas las instituciones financieras. Para no caer en la indefinición, esta misión debe concretarse en metas específicas, como son los 17 ODS acordados en 2015.

— La medición y seguimiento del impacto de las inversiones sigue siendo una importante tarea pendiente con amplio margen de mejora. Se trata, además, de una cuestión de rendición de cuentas: los ciudadanos deben saber hasta qué punto sus impuestos se dirigen hacia determinados objetivos globales, desde el alivio de la pobreza hasta la acción por el clima.

— La introducción de las cuestiones medioambientales y sociales en las decisiones de inversión de largo plazo es un mandato ineludible para las instituciones que gestionan dinero público. Esto ha de traducirse en procedimientos de análisis de riesgos que trasciendan los límites estrictamente financieros a la hora de determinar el diseño y precio de la oferta financiera pública.

— La relación entre la banca pública y el sector privado. La financiación pública debe pensarse como una palanca para la movilización de recursos privados (*crowding-in*) hacia objetivos compartidos. Sólo de esta manera se podrán movilizar los *trillions* de euros (billones en español) necesarios para lograr los ODS globales.

**NOTAS**

(*) Presidente ejecutivo de COFIDES en el momento de la finalización de este trabajo.

(**) Director de COFIDES.

(1) Según esta teoría, si los agentes económicos están bien informados son capaces de reaccionar racionalmente a las incertidumbres y eventos económicos.

(2) Accionistas de la AGE son: ICEX España Exportación e Inversiones (ICEX), con el 25,7 por 100; el Instituto de Crédito Oficial (ICO), con el 20,3 por 100; y la Empresa Nacional de Innovación (ENISA), con el 7,6 por 100. El resto del capital social lo ostentan el Banco Santander (20,2 por 100), BBVA (16,7 por 100), el Banco Sabadell (8,3 por 100) y CAF (1,1 por 100).

(3) Se denominan *TIER1* a los proveedores que fabrican componentes o sistemas para vender directamente a los fabricantes originales.

**BIBLIOGRAFÍA**


COFIDES. (2022). *Financiación internacional y sostenibilidad. Manual para empresas financiadas por COFIDES*. Madrid: COFIDES.

Curbelo, J. L. (26 de abril de 2022). Repensar el papel del Estado cuando el futuro ya no es lo que era. *Cinco Días*.

Curbelo, J. L. (19 de octubre de 2023). Fondo de Impacto Social. *Diario Expansión*.

Curbelo, J. L. (14 de enero de 2024). Inversión de impacto: un nuevo instrumento financiero. *El País Negocios*.

Curbelo, J. L. y Madrazo, R. (8 de mayo de 2022). Retos y oportunidades de los fondos soberanos. *El País*.

Curbelo, J. L. y Madrazo, R. (12 de julio de 2022). FONREC: el camino no ha hecho más que empezar. *Expansión*.

Curbelo, J. L., Tiana, M. y Matos, R. (20 de julio de 2023). FOCO: Un instrumento para la transformación del modelo productivo español. *El Economista*.

García Mora, A. y Curbelo, J. L. (8 de octubre de 2023). Los fondos soberanos ante los retos globales. *El País Negocios*.

Giménez Zuriaga, I. (Dir.). (2023). *Finanzas y Banca Pública en el siglo XXI: Propuestas desde la Economía Española*. Aranzadi.

Godin, R. (2 de enero de 2024). Viva la «policrisis». *Sinpermiso*. https://www.sinpermiso.info/textos/viva-la-policrisis