



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

ESTUDIO COMPARATIVO SOBRE LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE IMPACTO EN ACTIVOS COTIZADOS EN ESPAÑA

Autor: Pablo Rodríguez Codesal
Director: Carlos Ballesteros García

Madrid, junio de 2024

Resumen:

La inversión de impacto es un mercado que está creciendo rápidamente, con una demanda creciente de productos financieros que generan un impacto real y medible en el medioambiente y la sociedad. Sin embargo, la regulación del mercado es aún incipiente y no delimita la ambición social o medioambiental de estos productos. Los fondos de inversión son un vehículo financiero clave para los inversores de banca comercial, pero la falta de regulación adecuada ha creado distorsiones en el mercado. Este trabajo analiza los fondos de inversión de impacto en activos cotizados, evaluando si están correctamente denominados y señalando que la categorización actual no refleja adecuadamente la realidad de los activos de impacto. Además, las gestoras de fondos de inversión de impacto suelen limitarse a cumplir con la regulación vigente y tienen pocos incentivos para ampliar sus esfuerzos de impacto, lo que afecta su diferenciación y efectividad en generar un impacto positivo.

Palabras clave: activos cotizados, fondos de inversión, impacto social y medioambiental, inversión de impacto, inversiones sostenibles, SFDR.

Abstract:

Impact investing is a rapidly growing market with increasing demand for financial products that generate real and measurable environmental and social impact. However, regulation is still incipient and does not clearly categorize the social or environmental ambition of these products. Investment funds are a crucial vehicle for retail banking investors, but the lack of adequate regulation has created market distortions. This study analyzes impact investment funds in listed assets, evaluating whether they are correctly classified and highlighting that the current categorization does not adequately reflect the reality of impact assets. Additionally, impact fund managers often limit themselves to complying with existing regulations and have few incentives to expand their impact efforts, which affects their differentiation and effectiveness in generating positive impact.

Key words: listed assets, investment funds, social and environmental impact, impact investing, sustainable investments, SFDR.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	5
2. OBJETO Y OBJETIVOS	6
3. JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN.....	8
4. METODOLOGÍA Y ESTRUCTURA DEL TRABAJO.....	10
5. ESTADO DE LA CUESTIÓN	11
6. MARCO TEÓRICO.....	17
6.1. FONDOS DE INVERSIÓN	17
6.2. INVERSIÓN DE IMPACTO	20
6.2.1. <i>Variables necesarias para justificar la inversión de impacto</i>	20
6.2.2. <i>Marco de SpainNAB</i>	24
6.2.3. <i>Marco de Spainsif</i>	25
6.2.4. <i>Establecimiento de definiciones</i>	28
6.3. ECOSISTEMA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE IMPACTO EN ESPAÑA	29
7. ANÁLISIS DEL ECOSISTEMA DE FONDOS DE IMPACTO EN ESPAÑA.....	31
7.1. DETALLES DE LA MUESTRA.....	31
7.2. ANÁLISIS DE FONDOS DE INVERSIÓN DE IMPACTO EN ACTIVOS COTIZADOS	32
7.2.1. <i>Intencionalidad</i>	34
7.2.2. <i>Medición y gestión del impacto</i>	34
7.2.3. <i>Materialidad</i>	35
7.2.4. <i>Contribución a la empresa participada</i>	36
7.2.5. <i>Resultado del estudio</i>	36
8. DISCUSIÓN Y RECOMENDACIONES	38
8.1. PRINCIPALES HALLAZGOS.....	38
8.2. RECOMENDACIONES PARA POLÍTICAS Y REGULACIONES.....	40
8.3. LIMITACIONES DEL ESTUDIO.....	40
9. CONCLUSIONES	41
10. DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA.....	44
11. BIBLIOGRAFÍA	45
12. ANEXOS	52

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1: ENFOQUES DE INVERSIÓN DEPENDIENDO DE LAS EXPECTATIVAS DE RETORNO.	13
FIGURA 2: COMPARATIVA INVERSIONES TRADICIONALES E INVERSIONES DE IMPACTO	14
FIGURA 3: CLASIFICACIÓN DE ENFOQUES DE INVERSIÓN SEGÚN SU RETORNO ESPERADO, RIESGO E IMPACTO	15
FIGURA 4: CLASIFICACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS SEGÚN LA REGULACIÓN SFDR	16
FIGURA 5: ESBOZO BÁSICO DEL FUNCIONAMIENTO DE UN FONDO DE INVERSIÓN	18
FIGURA 6: ORIGEN DEL CAPITAL DE LOS FONDOS DE CAPITAL PRIVADO EN ESPAÑA	19
FIGURA 7: CRITERIOS EMPLEADOS PARA VALORAR LA CONDICIÓN DE INVERSIÓN DE IMPACTO	21
FIGURA 8: DIMENSIONES QUE CONFIGURAN LA INVERSIÓN DE IMPACTO SEGÚN HOCKERTS ET AL.....	21
FIGURA 9: MARCO DE INVERSIÓN DE IMPACTO PARA SPAINNAB	25
FIGURA 10: METODOLOGÍA DE EUROSIF PARA CALIFICAR INVERSIONES RELACIONADAS CON PRODUCTOS SOSTENIBLES	27
FIGURA 11: ESBOZO BÁSICO DEL FUNCIONAMIENTO DE UN FONDO DE INVERSIÓN DE IMPACTO	29
FIGURA 12: IMPACTO POTENCIAL POR CATEGORÍA DE PRODUCTO.....	30

1. Introducción

La inversión de impacto es un mercado que se encuentra en una etapa de rápido crecimiento dentro de las estrategias de inversión seleccionadas por los inversores del mundo. Cada vez más, el mercado exige nuevos productos y vías de inversión en productos no solo sostenibles, sino que también tengan un impacto real y medible en el medioambiente o en la sociedad. Frente a este crecimiento de la demanda, las entidades financieras se han puesto manos a la obra y han comenzado a comercializar productos denominados “sostenibles”, “responsables” o “de impacto”.

Sin embargo, dada la precocidad de este mercado, aún no existe una regulación financiera que delimite la ambición de estos nuevos productos financieros entre categorías dependiendo de su ambición social o medioambiental. Por el momento, existe una regulación europea que todas las entidades deben cumplir con respecto a la divulgación de sus objetivos de sostenibilidad, pero esta sigue siendo debatida por los distintos agentes de interés que conforman el espacio de la inversión de impacto.

En el centro de este estudio estarán los fondos de inversión. Estos, aparte de ser vehículos de inversión muy populares en España, conforman una vía de aproximación de la inversión de impacto a los consumidores de banca comercial (particulares y pequeñas empresas). Este sector no ha dudado en saltar a la ola de la inversión de impacto y ya son múltiples gestoras las que ofrecen diversos productos tanto de renta fija como de renta variable con ambición sostenible.

Este escenario ha creado la proliferación de un espacio de inversión que no está debidamente regulado y como tal, provoca distorsiones en el mercado. La comercialización de fondos de inversión de impacto en España obedece a distintas estrategias que, a la vista de académicos o entidades del sector, no se podrían como tal. Este trabajo estará enfocado a comprobar esta realidad, analizando los fondos de inversión de impacto en activos cotizados y evaluar si están debidamente denominados. Para ello, se hará una revisión bibliográfica detallada sobre la información publicada por las entidades financieras que comercializan fondos de la más alta calificación sostenible siguiendo el estándar actual, además de literatura académica en la materia.

Los resultados de este trabajo incluyen que el mercado de los fondos de inversión de impacto en España no está debidamente categorizado, ya que no reflejan la realidad de aquellos activos que se alinean con el impacto y aquellos que lo generan. La operativa de las gestoras de inversión con respecto a su impacto está muy influenciada por la regulación vigente, ya que en la mayoría de los casos estas realizan un ejercicio de divulgación de su impacto que se limita a cumplir con la legislación. Por otro lado, las gestoras apenas tienen incentivos para ampliar sus esfuerzos de impacto, y a la vez, consiguen diferenciarse a través de sus políticas de inversión.

2. Objeto y objetivos

La inversión de impacto es una estrategia de inversión que ha experimentado un notorio crecimiento en los mercados globales en los últimos años. En concreto, desde 2017 a 2022, se estima que la inversión de impacto haya crecido a una tasa de crecimiento anual compuesta del 18% (Schultz, 2023). Este incremento sugiere una gran aceptación, respaldada por inversores que no solo buscan obtener rendimientos económicos a sus inversiones, sino también contribuir positivamente a la sociedad y al medio ambiente (Martí, 2023).

Esta tendencia positiva ha sido posible ya que la inversión de impacto se ha hecho particularmente popular en situaciones como la financiación de proyectos sociales o medioambientales por parte de fondos de inversión, clientes de banca privada requiriendo un retorno extrafinanciero o fundaciones buscando cumplir con su misión a través de inversión en vez de filantropía (Díaz, Marcuello y Nogales, 2020).

Actualmente en España hay más de 1.200 millones de euros involucrados en la inversión de impacto entre fondos de inversión, aseguradoras, fundaciones, y otras. Esta cifra significa un incremento del 58% con respecto al año anterior, un crecimiento más que remarcable teniendo en cuenta la complejidad económica que supuso 2022 (Casasnovas, Picardo Gomendio y González Labián, 2023). De todos modos, la inversión de impacto sigue siendo la estrategia que menos peso tiene dentro de todas las alternativas existentes dentro del paraguas de la inversión socialmente responsable (ISR) (Spainsif, 2023).

En España, el panorama de la inversión de impacto se configura a través de distintos vehículos financieros. Según datos de Spainsif (2023), aproximadamente el 42% de la inversión de impacto en el país se canaliza mediante fondos en mercados cotizados, estos son, productos que se comercializan de manera pública. Por otro lado, los fondos de capital riesgo, aquellos que están restringidos a inversores privados, representan un 25% de la inversión de impacto en España (Spainsif, 2023), destacando la relevancia de estrategias de inversión asociadas a la participación en empresas.

Pese a su notable crecimiento tanto en volumen y relevancia, el mercado de los fondos de inversión de impacto en activos cotizados presenta algunas peculiaridades, que se resumen en tres disyuntivas.

En primer lugar, hay ciertos fondos denominados de impacto que priorizan la obtención de retornos financieros al impacto social o medioambiental porque “se deben a sus inversores” (Cruz-Conde, 2021). Estos vehículos financieros se anuncian como “responsables”, “sostenibles” o “de impacto” cuando la realidad es que en muchos casos estas políticas están relegadas a un segundo lugar. Esto va firmemente en contra de la filosofía de la inversión de impacto, que busca equiparar el deseo por el retorno financiero con el extrafinanciero.

En segundo lugar, siguiendo los distintos criterios por los que se guía la inversión de impacto, se ha aceptado la comercialización de fondos de inversión etiquetados de la misma forma a pesar de tener distinto grado de compromiso social o medioambiental. Esto crea inconsistencias a la hora de catalogarlos ya que dos productos de distinta ambición de impacto podrían encontrarse en la misma categoría. Esto, además de no reflejar fielmente la condición de un producto financiero y su comparación con otros, puede llegar a causar confusión entre inversores.

Por último, se ha permitido el desarrollo de un mercado en el que todos los actores, aparte de tener incentivos, poseen formas de montar una historia de impacto a su manera (Trelstad, 2016), dejando el objetivo intrínseco de la inversión de impacto a un lado. El resultado de estas prácticas son distorsiones en la naturaleza de los fondos de inversión que buscan prioritariamente el reconocimiento de estándares o regulaciones antes que el impacto.

En este contexto, el presente trabajo tiene como objetivo profundizar en las prácticas de la inversión de impacto en España, proporcionando una perspectiva más rigurosa que la actual regulación que marca el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles. A través de una metodología que combina la revisión de literatura y entrevistas con expertos en la materia, se busca desarrollar un marco de evaluación que distinga claramente entre inversiones que priorizan el retorno económico y aquellas que buscan un equilibrio entre el retorno financiero y el impacto social o medioambiental. Este marco no solo ayudará a clarificar qué fondos pueden ser apropiadamente clasificados como inversiones de impacto, sino que también proporcionará a los inversores, empresas y reguladores una herramienta para evaluar y seleccionar inversiones que cumplan con sus objetivos de sostenibilidad de manera más efectiva.

Para tratar de resolver estas peculiaridades del mercado de los fondos de inversión de impacto, el presente trabajo tiene como líneas de investigación:

1. Analizar el ecosistema de los fondos de inversión de impacto en activos cotizados en España, identificando tanto las características clave comunes como sus diferencias y las tendencias actuales.
2. Establecer un conjunto de criterios definitorios para la clasificación de un fondo de inversión en activos cotizados como 'inversión de impacto', basados en las prácticas y los estándares reconocidos por la industria.
3. Evaluar y proponer un método de evaluación del impacto que mejore la transparencia de los fondos de inversión de impacto en activos cotizados en España y permitan una comparación efectiva entre estos, facilitando así la toma de decisiones por parte de los inversores.

3. Justificación de la investigación

Con el fin de estandarizar las prácticas y homogeneizar el método de denominación de los fondos socialmente responsables, la Unión Europea ha lanzado el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR, en sus siglas en inglés) con el que, aparte de dar instrucciones en materia de comunicación extrafinanciera, clasifica a los productos financieros dependiendo de su compromiso con la sostenibilidad social y medioambiental

(Rey Rodríguez y Palomares, 2022). Siguiendo esta legislación, es el propio emisor del fondo quien determina su nivel de compromiso con objetivos sociales o medioambientales. Por lo tanto, son las entidades financieras quienes se encargan de autoevaluar su esfuerzo y clasificarlo de cara a los inversores.

Sin embargo, y aunque la regulación SFDR constituye un avance significativo en el paradigma de la inversión socialmente responsable (ISR), hay quienes la critican por dar lugar a diferentes interpretaciones, imprecisiones e inconsistencias (Schoemaker, 2023) (KPMG, 2023). Estas críticas son más notables en el área de la inversión de impacto, ya que este régimen permite comercializar productos financieros bajo la terminología “de impacto” cuando realmente no lo son (Brignoli, Power, & Deckers, 2023). Pese a ello, esta es hasta la actualidad la única herramienta homogénea a nivel comunitario de la que disponen los inversores a la hora de comparar productos financieros sostenibles.

Las críticas existentes también se fundamentan sobre la base de que en la actualidad, en España existen más de 30 fondos de inversión adscritos a la máxima calificación de sostenibilidad posible, el Artículo 9. Sin embargo, como se probará a lo largo de este trabajo, existen diferencias considerables entre ellos en lo que se refiere a su compromiso social o medioambiental y las herramientas que emplean para medir dicho compromiso.

Este contexto ha llevado a que la ISR, y en particular la inversión de impacto sea percibida como un término “cajón desastre” (Cruz-Conde, 2021), dada su recurrencia en discusiones académicas y profesionales sin tener aún una definición precisa.

La motivación de este trabajo se sienta bajo el interés de analizar cómo influye el contexto regulatorio y económico de España en el desarrollo y la operación de los fondos de inversión de impacto en activos cotizados, comprobar las diferencias en implicación social y medioambiental de los diversos actores de impacto españoles y mejorar la comparabilidad de las métricas disponibles para facilitar las decisiones de inversión en esta clase de activos.

Por otro lado, esta tesis también tiene la ambición de avanzar en un campo de conocimiento que genera una multitud de debates entre diferentes actores. Como se podrá comprobar en el marco teórico, hay una serie de entidades que mantienen posiciones

opuestas en la consideración de productos financieros como inversiones de impacto. Es por ello por lo que este trabajo recogerá las posiciones de las dos entidades con mayor reconocimiento en España a lo que inversión de impacto se refiere, SpainNAB y Spainsif.

4. Metodología y Estructura del Trabajo

El enfoque de esta investigación es principalmente inductivo, ya que se partirá de la observación de las prácticas de la inversión de impacto y de las regulaciones actuales para derivar teorías sobre cómo mejorar la efectividad de la categorización de las inversiones de impacto en España. La metodología es cualitativa, centrada en analizar en profundidad los criterios utilizados en la inversión de impacto.

Para alcanzar los objetivos establecidos, este trabajo se apoyará en las siguientes fuentes de datos:

- **Revisión Bibliográfica:** se realizará una exhaustiva revisión sobre la inversión de impacto y la regulación SFDR consultando estudios académicos, publicaciones de organismos financieros públicos como la Comisión Nacional de Mercados y Valores (CNMV) o la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) e informes de agentes del ecosistema de impacto español, como SpainNAB, Spainsif y SpainCap.
- **Análisis de la información reportada por gestoras de fondos de inversión.** Se incluyen los informes anuales de sus fondos de inversión Artículo 9 y sus reportes de sostenibilidad.
- **Entrevistas:** se realizarán entrevistas a dos expertas en la materia de los fondos de inversión de impacto. Por un lado, a Andrea González González, Directora General de Spainsif. Por otro lado, a Marta González Labián, Directora de Finanzas de Impacto y Sostenibles de SpainNAB.

Se tomará como muestra del estudio una selección de los fondos de inversión españoles categorizados como Artículo 9. En concreto, se analizarán aquellos fondos que inviertan en activos cotizados, como acciones, bonos, y otros productos líquidos y disponibles en los mercados financieros. A partir de esta muestra se trazarán puntos en común y diferencias con el objetivo de discernir características necesarias para, en primer lugar, argumentar por qué hay fondos de capital público que no cumplen con la condición de

“fondo de impacto”; y en segundo lugar, establecer un marco de categorización de fondos de inversión de impacto en España. Los hallazgos encontrados serán contrastados con las mejores prácticas internacionales para validar los resultados, o en su lugar, trazar líneas de mejora.

Este trabajo tendrá la siguiente estructura. La última parte de la Sección 1 se centra en sentar las bases sobre las que se construye este trabajo: aproximar la inversión de impacto desde su contexto histórico, su relación con otras estrategias de inversión socialmente responsables, y la regulación SFDR. La Sección 2 ofrece una breve conceptualización sobre el concepto de fondo de inversión, la inversión de impacto, y las múltiples perspectivas que tienen académicos y entidades sociales con respecto a qué se puede considerar inversión de impacto y qué no. La Sección 3 procede a analizar el ecosistema de fondos de inversión de impacto en activos cotizados en España, empleando las variables obtenidas y definidas mediante el estudio en la Sección 2. La Sección 4 recopila las conclusiones del estudio realizado y ofrece líneas de futura investigación para esta temática.

5. Estado de la Cuestión

La ISR es un mercado que cada vez tiene más peso en las finanzas globales. Según un estudio de Bloomberg Intelligence (2024) los activos sostenibles superaron los 30 billones de dólares en 2022, y están en camino de alcanzar los 40 billones para 2030. En este aspecto la región líder es Europa, que acumula una cuota del 45% sobre el total (Bloomberg Intelligence, 2024).

Los orígenes de la inversión responsable se remontan al siglo XVIII, cuando algunos asentamientos de colonos británicos en América condenaban a sus miembros por participar en el comercio de esclavos y financiar acciones consideradas pecado, como las armas, el alcohol y el tabaco. Durante los siguientes 200 años, motivos religiosos continuaron promulgando el nicho de la ISR, definiéndola mayoritariamente en términos excluyentes, es decir, enfatizando en dónde no deberían invertir en lugar de dónde sí deberían hacerlo (King, 2023).

Durante los años 60 y 70, fueron movimientos civiles los que llevaron la ISR a nuevos horizontes. Primero, por la creación de un fondo para inversores que se anteponían a la Guerra de Vietnam, el *Pax World Fund* (King, 2023). Segundo, por la oleada de inversores que comenzaron a excluir inversiones en las compañías que operaban en Sudáfrica a razón del régimen del apartheid.

El cambio de siglo supuso un nuevo avance en las inversiones sostenibles debido principalmente a la Cumbre del Milenio, que dio lugar a los Objetivos del Milenio los cuales fueron clave para la inclusión de factores de sostenibilidad en decisiones de inversión (Krantz, 2024).

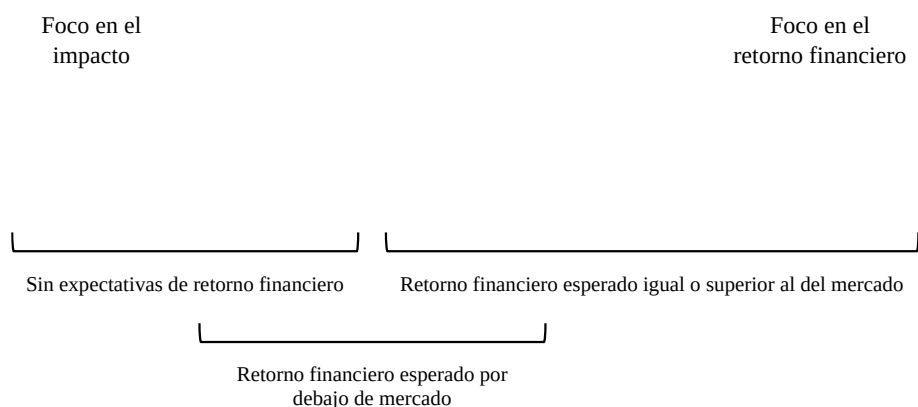
Estas dos últimas décadas han sido clave para la evolución de la ISR, potenciada por los inversores que no solo reclaman productos ajustados a sus valores, sino que también exigen comportamientos responsables a las empresas. Por otro lado, también conviene destacar el rol de las Naciones Unidas, que diseñó los Objetivos de Desarrollo Sostenible, con el objetivo de cuantificar las metas de la agenda sostenible, y respaldó la fundación de los Principios para la Inversión Responsable (PRI, por sus siglas en inglés), entidad responsable de favorecer la incorporación de prácticas sostenibles por parte de inversores institucionales y gestores de fondos (OCDE, 2007). No sería hasta el 2007 que la Fundación Rockefeller tomara el término “inversión de impacto” para denominar a las inversiones hechas con la intención de generar impacto social y medioambiental medible al mismo tiempo que retornos financieros (Foroughi, 2022).

Por último, otro hecho que parece haber potenciado la ISR es la realización, a partir de la pandemia de la Covid-19, que las compañías con fuerte implicación en materia sostenible obtenían mejores rendimientos que el resto (Krantz, 2024). Esto provocó la reciente avalancha de capital hacia productos y empresas socialmente responsables.

A medida que la ISR ha ido evolucionando, han aparecido diversos métodos por los cuales se puede llevar a cabo. Dependiendo del enfoque que tenga el inversor y sus expectativas de retorno, este dispone de varias modalidades de ISR en las que puede participar. Como puede verse en la Figura 1, la Open Value Foundation (s.f.) subdivide la inversión ISR en 5 categorías. Estas comprenden desde modalidades centradas en el retorno financiero, como la inversión tradicional, hasta la filantropía, que prioriza el impacto y prescinde de

las expectativas de retorno financiero. En el punto intermedio de estas dos variables se encuentra la inversión de impacto, que las equilibra de manera equitativa.

Figura 1: Enfoques de inversión dependiendo de las expectativas de retorno



Fuente: Open Value Foundation (s.f.)

En un lado del espectro se encuentra la **filantropía tradicional**, que se define como un acto solidario a través del cual se invierte capital en oportunidades o proyectos sin la expectativa de un retorno financiero. Actualmente, la mayor parte de la actividad filantrópica está dirigida a ayudas a los países en desarrollo y a colectivos en situación de riesgo (Curto Grau, 2012).

Realizando una labor complementaria a la filantropía tradicional se encuentra la filantropía de riesgo (comúnmente conocida como **venture philanthropy**), que de forma general incita al inversor a involucrarse en los proyectos (Curto Grau, 2012). Según la European Venture Philanthropy Association (EVPA), la filantropía de riesgo es la acción de apoyar a una organización de propósito social para ayudarle a maximizar su impacto social, mediante financiación a medida y apoyo extrafinanciero con expectativas de retorno inferiores a las que ofrece el mercado (Ship2B Foundation, 2021).

La Global Impact Investing Network (s.f.) define la **inversión de impacto** como “las inversiones en empresas, organizaciones y fondos que tienen como objetivo generar una rentabilidad social y medioambiental además de financiera”. Estas entidades, comúnmente conocidas como empresas sociales, llevan a cabo su actividad económica con el fin de perseguir un retorno dual igualmente importante: una rentabilidad financiera

tradicional y un retorno extrafinanciero determinado por la mejora o impacto positivo que ha tenido esa inversión en la sociedad o el medio ambiente. Del mismo modo, los fondos de inversión también persiguen este objetivo.

En muchas ocasiones y especialmente entre el público más convencional, la inversión de impacto se suele confundir con otros tipos de ISR, especialmente con la inversión siguiendo criterios ESG (Medio Ambiente, Sociedad y Gobernanza, por sus siglas en inglés), o también llamada **inversión sostenible**. Las inversiones ESG se centran en evaluar factores ambientales, sociales y de gobernanza al tomar decisiones de inversión (Comisión Nacional de Mercados y Valores, s.f.). Este enfoque implica entre muchos otros factores analizar cómo las empresas gestionan riesgos relacionados con el medio ambiente, cómo tratan a sus empleados y a su comunidad y cómo están estructuradas internamente en términos de gobernanza. En su lugar, la inversión de impacto persigue e integra en la idea de negocio el retorno dual: tanto económico como social y/o medioambiental.

Por último, la **inversión tradicional** supone comprometer ciertos activos, con la esperanza de obtener rendimientos superiores en el futuro (CNMV). Esta categoría no incluye ninguna variable de responsabilidad social o medioambiental en el proceso de inversión, y únicamente se centra en maximizar el beneficio con respecto al mercado.

Figura 2: Comparativa inversiones tradicionales e inversiones de impacto

	Inversiones tradicionales	Inversiones de impacto
Beneficio	Proviene de ganancia capital o distribución de beneficios	Varía en función del impacto medioambiental y social de la inversión
Fungibilidad	Sustituibles entre inversores	No sustituibles entre inversores
Decisión de inversión	Riesgo-retorno	Consideraciones adicionales de beneficios sociales y/o medioambientales

Fuente: Godeke y Briaud (2020) *Impact Investing Handbook: An Implementation Guide for Practitioners* (p. 28)

Tal y como se aprecia en la Figura 3, se puede comprobar que la inversión de impacto es la única categoría en la que concurren la búsqueda de retornos financieros e impacto con el riesgo asumido por la inversión (Merry del Val, Basagoiti, & Diez de Rivera, 2023). De todos modos, la diversidad de enfoques con respecto a las expectativas de retorno ha

dado lugar a duplicidades e inconsistencias en la denominación de productos financieros, lo que dificulta la labor de los inversores a la hora de alinear sus carteras con principios sociales o medioambientales.

Figura 3: Clasificación de enfoques de inversión según su retorno esperado, riesgo e impacto

	FILANTROPÍA TRADICIONAL	VENTURE PHILANTROPY	INVERSIÓN DE IMPACTO	INVERSIÓN SOSTENIBLE	INVERSIÓN TRADICIONAL
RETORNO					
RIESGO					
IMPACTO					

Elaboración propia

En un intento por esclarecer el sector de las inversiones sostenibles, la Unión Europea ha promulgado el reglamento SFDR. Esta legislación ordena a los emisores clasificar entre tres categorías sus productos financieros dependiendo de su compromiso con la sostenibilidad medioambiental y social, tal y como se representa en la Figura 4. Por otro lado, también obliga a entidades y gestores realizar reportes dependiendo de la categoría de sus productos (Rey Rodríguez y Palomares, 2022).

Siguiendo estas tres categorías, la regulación SFDR es bastante abierta con lo que considera una inversión sostenible. En este sentido, no logra distinguir los productos mediante los cuales el inversor está (o no) contribuyendo a un impacto real y medible en la economía, la sociedad o el medioambiente (Busch, Pruessner, Oulton, Palinska, & Garrault, 2024). Al mismo tiempo, al dejar a los emisores de los productos financieros ser los encargados de determinar el epígrafe al que se adscriben, se han dado episodios de recalificaciones masivas de productos desde que esta iniciativa se puso en marcha. En concreto, la mayor parte se han producido de productos pertenecientes a la categoría Artículo 9 al Artículo 8, también considerada como la clase “atrápalo todo” (Diab & Mahtani, 2023).

Figura 4: Clasificación de productos financieros según la regulación SFDR

	Artículo 6	Artículo 8	Artículo 9
Objetivos del producto	El producto integra (o no) consideraciones medioambientales o de gobierno corporativo.	El producto promociona características de sostenibilidad, es decir, realiza exclusiones avanzadas o tiene una temática sostenible.	El producto tiene un enfoque de inversión sostenible, con objetivos explícitos y métodos de medición para evaluar los resultados extrafinancieros del producto.
Reportes requeridos	Ninguno.	Publicar las características ambientales o sociales del producto y explicar cómo se integran en el proceso de inversión mediante documentos precontractuales y una divulgación periódica anual.	Proporcionar información clara y concisa sobre el objetivo de inversión sostenible del producto, incluyendo cómo se mide y se monitorea mediante documentos precontractuales y una divulgación periódica anual.

Fuente: Rey Rodríguez y Palomares (2022) y Forbes (2023)

A parte de su obvio efecto en la comercialización de los productos financieros, las recalificaciones también tienen un efecto en gestores y entidades. Estos pueden llegar a preferir que sus productos tengan una calificación menor por el simple hecho de compartir menos información acerca de ellos.

Con referencia a la inversión de impacto, en ningún caso esta normativa comunitaria realiza una distinción entre la inversión que prioriza la rentabilidad económica a la que trata de equilibrar el retorno financiero y el impacto social o medioambiental. En otras palabras, no todos los productos categorizados como artículo 9 podrían ser considerados inversiones de impacto (Casasnovas et al., 2023).

Tanta confusión y mal uso con respecto al término “impacto” ha llevado a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (2024, p. 6) a publicar una guía en cómo nombrar a los productos financieros. En este documento, dice lo siguiente sobre los fondos de inversión de impacto:

El uso de la palabra "impacto" o "inversión de impacto" o cualquier otro término relacionado con el impacto debe ser utilizado únicamente por los fondos que cumplan los umbrales cuantitativos y las garantías mínimas y, además, cuyas inversiones por debajo de las cuotas mínimas se realicen con la intención de generar un impacto social o medioambiental positivo y medible junto con un rendimiento financiero.

La ausencia de una regulación extensiva y clara a la hora de distinguir inversiones que priorizan los retornos financieros por delante del impacto social o medioambiental no solo afecta a los inversores a la hora de asegurar la sostenibilidad de sus inversiones, sino que también a las entidades financieras. En un estudio elaborado por la organización SpainCap, el 100% de las gestoras españolas encuestadas coincidían que el “reto actual para la inversión de impacto es la falta de metodología, confusión con la ESG y el uso ‘mainstream’ que se le está dando a la palabra impacto” (Merry del Val, Basagoiti y Díez de Rivera, 2023).

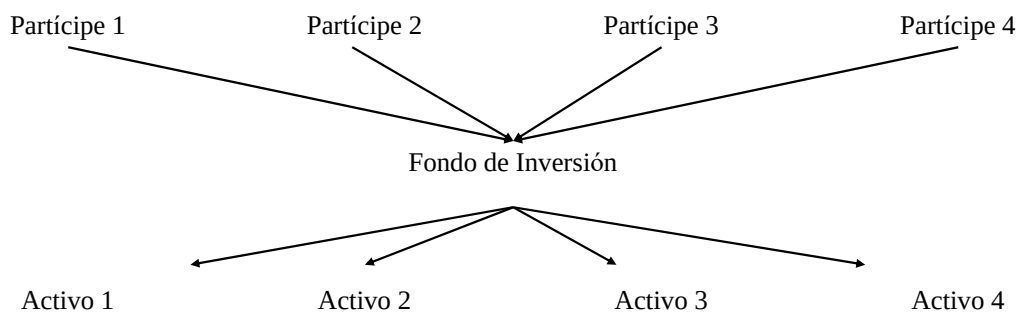
6. Marco teórico

Este trabajo centrará su enfoque en los fondos de inversión de impacto; por tanto, inicialmente se revisará el concepto de fondo de inversión para luego orientar la discusión a los fondos de inversión de impacto.

6.1. Fondos de inversión

Un **fondo de inversión** constituye una entidad cuyo patrimonio se compone por las contribuciones de sus inversores, conocidos como partícipes. Así, cada partícipe posee una fracción del patrimonio del fondo, proporcional al monto invertido (CNMV, s.f.). Los gestores de ese fondo son los encargados de asignar recursos a cada activo, que pueden ser, acciones, bonos, otros fondos, etc. o incluso participaciones directas en otras empresas. La figura 4 presenta una representación simbólica del funcionamiento de un fondo de inversión

Figura 5: Esbozo básico del funcionamiento de un fondo de inversión



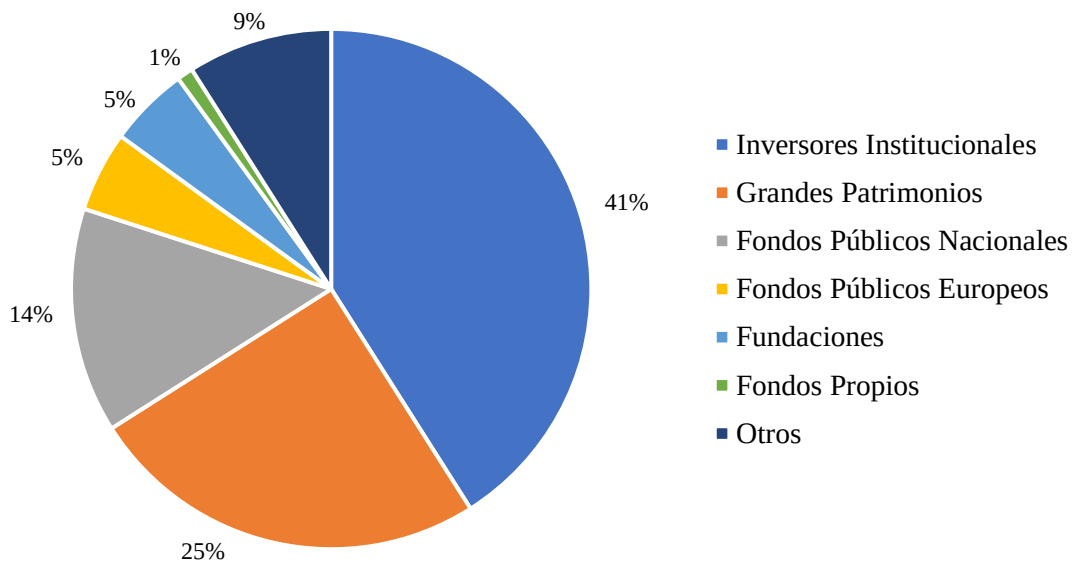
Elaboración propia

Los fondos de inversión se pueden clasificar en (CNMV, s.f.):

- Fondos ordinarios: invierten mayoritariamente en productos comunes, como acciones, bonos, o derivados.
- Fondos de fondos: invierten principalmente en otros fondos de inversión.
- Fondos subordinados: invierten únicamente en otro fondo de inversión.
- Fondos de índices: invierten pasivamente de forma que replican un índice, por ejemplo, el S&P500 o el IBEX35.
- Fondos cotizados (ETF): diferentes del resto de tipos ya que estos se negocian exclusivamente en las bolsas, como las acciones o los bonos.
- Fondos de inversión libre (o *hedge funds*): invierten en productos sin las restricciones de las que disponen los otros tipos de fondos de inversión.

Una tipología especial, que precisamente da origen a la inversión de impacto, es la que recoge a los fondos de capital privado, comúnmente conocido como *private equity* (Hansen y Sigurjonsson, 2024). En esencia, el capital privado es una vertiente de inversión que permite a inversores con grandes patrimonios canalizar dinero a empresas que no están presentes en mercados cotizados. Por lo general, el plazo de inversión suele ser contractualmente muy prolongado en el tiempo (entre 5 y 7 años), mientras que la inversión en mercados públicos permite la desinversión en prácticamente cualquier momento (Rodríguez Canfranc, 2020).

Figura 6: Origen del capital de los fondos de capital privado en España



Fuente: SpainNAB (2023). *La oferta del capital de impacto en España en 2022*.

Históricamente, esta clase de instituciones han estado en el frente de la inversión de impacto (Trelstad, 2016). Esto es debido a que se trata de un modelo de financiación que no solo permite proporcionar capital paciente o catalítico a empresas que lo requieren, sino que también permite a los gestores del fondo poder influenciar el proceso de toma de decisiones de la empresa participada. Esta tendencia se refleja de manera muy representativa en cómo está formado el ecosistema de la inversión de los fondos de impacto en la actualidad en España, tal y como se puede contemplar en la Figura 6.

El *capital paciente* es la inversión temprana en una empresa social, donde la prioridad no son los altos retornos financieros, sino es el servir como puente entre la filantropía y las vías de financiación disponibles en el mercado (Suárez, 2020). En sí, no busca activamente el impacto social o medioambiental ya que puede estar dirigido a otros modelos de negocio, como las startups. Esta relación es producto de las propias necesidades de las empresas sociales, que generalmente generan menores retornos y tienen peor capacidad de financiación.

En comparativa, el *capital catalítico* es la financiación que "aborda las carencias que deja el capital tradicional, en aras de un impacto para las personas y el planeta que de otro

modo no podría lograrse" (Gaggiotti et al., 2023, p. 6). En gran medida, estas carencias son cubiertas por entidades que aceptan un riesgo muy elevado a la vez que retornos modestos en comparación con otros agentes convencionales (Open Value Foundation, s.f.).

6.2. Inversión de impacto

Con el objeto de definir pormenorizadamente la inversión de impacto, se partirá de una definición amplia que dispone de amplio consenso para luego señalar las diferentes perspectivas que giran en su entorno y cómo estas determinan el ecosistema de fondos de inversión en España. Recuperando la definición ya recogida por la Global Impact Investing Network (s.f.), esta se establece que la inversión de impacto comprende “las inversiones en empresas, organizaciones y fondos que tienen como objetivo generar una rentabilidad social y medioambiental además de financiera”.

6.2.1. Variables necesarias para justificar la inversión de impacto

Mientras que la definición de inversión de impacto está generalmente aceptada por los diferentes agentes relacionados con la inversión de impacto, existe cierto desacuerdo con lo que respecta a las condiciones que necesita cumplir una inversión para poderse considerar como “de impacto”. En otras palabras, hay entidades que defienden unos criterios, y otras entidades otros, a la hora de considerar qué cumple y qué no como inversión de impacto.

La Figura 7 recoge perspectivas de académicos y organizaciones con respecto a este debate. La mayoría de los agentes coinciden que intencionalidad, medición del impacto, y adicionalidad (en menor medida) son variables clave a la hora de considerar una inversión de impacto.

Figura 7: Criterios empleados para valorar la condición de inversión de impacto

Fuente	Intencionalidad	Adicionalidad	Medición	Contribución	Materialidad	Atribución	Otros
Hockerts et al. (2022)	X	X	X	X	X	X	
Global Impact Investing Network (2019)	X		X				Expectativa de retornos financieros
Godeke y Briaud (2019)	X	X	X				
Busch et al. (2021)					X		Objetivo, enfoque y documentación
SpainNAB (2023)	X	X	X				
Spainsif: González y Jaureguizar (2023)	X	X	X				Retornos financieros de mercado e impacto positivo

Elaboración propia

Hockerts et al. (2022) señalan que se deben cumplir seis requisitos para que una inversión de impacto sea considerada como tal. A continuación, se revisarán todos los términos señalados ya que pueden ser relevantes para el estudio que se realizará en la tercera parte de este trabajo.

Figura 8: Dimensiones que configuran la inversión de impacto según Hockerts et al.

Dimensión	Bajo impacto	Alto impacto
Intencionalidad	Inversión camuflada	Inversión catalizadora
Adicionalidad	Flota	Promueve
Medición	Asume	Evalúa
Contribución	Ausente	Activa
Materialidad	Suplementa	Sustancial
Atribución	Difusa	Directa

Fuente: Hockerts et al. (2022) Defining and Conceptualizing Impact Investing: Attractive Nuisance or Catalyst? (p. 940)

En primer lugar, **contribución**. Este término genera cierta confusión entre inversores ya que hay casos en los que los académicos se refieren a contribución como una palabra con el mismo significado a adicionalidad (Godeke y Briaud, 2020) (Guttermann, 2020). Para Hockerts et al. (2022) la contribución se consigue a partir de dos estrategias: integrando el impacto dentro de las decisiones de inversión y contribuyendo activamente al desarrollo de la participada mediante asistencia técnica. Esta última parte de la definición, como se comprobará más adelante, resulta conflictiva con la perspectiva que tiene SpainNAB al respecto.

La **materialidad** es la variable que determina qué información debe divulgarse, tanto financiera como extrafinanciera, y qué información puede omitirse (Hockerts et al. 2022). Para las inversiones en productos tradicionales la materialidad es muy simple de obtener mediante métricas, ratios, o la propia información que publica la empresa. Sin embargo, para la inversión de impacto, esta necesita doble materialidad. Por un lado, el reporte financiero; y por otro, toda aquella información que sea relevante con respecto al ejercicio de la empresa y qué considera relevante cada agente de interés.

En siguiente lugar, la **atribución** es la capacidad que tiene un actor de “atribuirse” un impacto generado por su inversión y desempeño extrafinanciero. Esto se realiza con el objetivo de diferenciar que porción del impacto se puede atribuir cada inversor dentro de un proyecto (Hockerts et al., 2022). Luego, cada actor podrá reportar acordemente cual ha sido el impacto que ha generado por unidad invertida.

Las siguiente variables son aquellas que, salvo adicionalidad, generan mayor consenso. Tanto SpainNAB como Spainsif, y la mayoría del resto de los agentes relacionados, a la hora de considerar una inversión de impacto, tienen en cuenta las tres: **intencionalidad, adicionalidad y medición del impacto generado**.

En primer lugar, **intencionalidad**. Esta variable implica el compromiso del inversor de trazar objetivos sociales o medioambientales que busca cumplir con la inversión (Casasnovas et al., 2023). Del mismo modo que se establece un objetivo financiero en la tesis de inversión, la intencionalidad establece un marco para alinear el propósito social o medioambiental de la inversión con su propósito. Una inversión que consigue realizar un impacto social o medioambiental por casualidad no puede ser considerada como de

impacto ya que este efecto no estaba previsto en una teoría del cambio o en una planificación anterior.

En segundo lugar, **adicionalidad**. Este concepto se refiere al impacto positivo logrado en la empresa receptora de la inversión que no habría ocurrido sin la aportación de esos recursos adicionales por parte del inversor (Lawton, 2023). Este término para algunos actores también implica una perspectiva más, es decir, a la adicionalidad no financiera realizada a la consecución de un logro social o medioambiental (Casasnovas et al., 2023). Esta adicionalidad puede ser en forma de ayuda técnica a la empresa participada o de contribución extrafinanciera a la consecución del impacto. Esta última definición precisamente es la que es conflictiva con el concepto de *contribución*.

En tercer lugar, **medición del impacto generado**. Si la intencionalidad y la adicionalidad destacan la importancia de generar un impacto social o medioambiental real, la medición actúa como el instrumento fundamental para evaluar y cuantificar este impacto a lo largo del proceso de inversión (Casasnovas et al., 2023). En este contexto, tanto las empresas como los agentes de interés pueden recabar e interpretar datos sobre el efecto que genera la actividad económica de una empresa social sobre sus empleados, su comunidad, el medio ambiente, etc. ya que es a través de este proceso continuo de medición y gestión que las empresas sociales pueden perfeccionar sus estrategias de impacto, maximizando su contribución positiva a la sociedad y el medio ambiente.

De este modo, se facilita la alineación de objetivos entre los vehículos financieros y los problemas sociales o medioambientales que tratan de resolver, la debida rendición de cuentas frente a agentes de interés (inversores, participadas, sociedad, organismos públicos, etc.) y la atracción de nuevos inversores (Sital-Singh, 2011). Una medición adecuada también se presenta como una herramienta crucial para mitigar el riesgo del impact washing, entendido como “abusar del concepto de la inversión de impacto exclusivamente para su beneficio comercial” (Moncada, 2020). Este proceso de medición no solo valida la autenticidad de los esfuerzos de las empresas, sino que también proporciona transparencia para los inversores y otros agentes de interés.

Tras haber visto la conceptualización de la inversión de impacto, con sus distintas variables, se procederá a revisar las propuestas de SpainNAB y Spainsif. Cada

organización presenta un marco metodológico distinto por lo que se podrán ver varias divergencias que servirán para poner en valor la riqueza del debate sobre las inversiones de impacto. Adicionalmente, servir como punto de partida para la categorización de los fondos de inversión de impacto en España.

6.2.2. Marco de SpainNAB

SpainNAB es la representante española de Global Steering Group for Impact Investing (GSG), una organización que trabaja para impulsar la inversión de impacto globalmente. Esta entidad reúne 45 organizaciones, entre las que se encuentran entidades financieras, empresas multinacionales, fundaciones, y organismos públicos (SpainNAB, s.f.). Esta entidad indica que la inversión de impacto se debe regir por las tres características a las cuales ya se han hecho mención, y que las diferencia de los otros tipos de ISR: intencionalidad, adicionalidad (de la empresa invertida) y medición del impacto. Para SpainNAB, el impacto real proviene de contribuir “de manera específica y relevante a retos sociales o medioambientales que se pueden considerar desatendidos” (Casasnovas et al., 2023, p. 9).

Sin embargo, SpainNAB extiende su marco para acoger a las que denomina las “inversiones de impacto adicional”, que deben cumplir con tres requisitos fundamentales al mismo tiempo (Casasnovas et al., 2023):

1. Que tanto el inversor como la empresa participada tengan intencionalidad por solucionar un reto social o medioambiental.
2. Ofrecer capital que en otro caso no llegaría a manos del beneficiario y prestar servicios no financieros, como ayuda en la gestión del impacto, la intervención en decisiones de la participada o la profesionalización de la actividad de la empresa social. Es decir, proporcionar adicionalidad financiera y no financiera. Esta idea, como ya se ha visto, entra en conflicto con el concepto de *contribución*.
3. Medir el impacto de modo que el reporte a los agentes de interés sea transparente y refleje fielmente las acciones de la empresa social participada.

Como última matización, es relevante señalar que SpainNAB, dentro de su marco de inversión de impacto adicional, considera la aceptación de retornos inferiores a los de mercado con el fin de facilitar la generación de impacto (Casasnovas et al., 2023).

Figura 9: Marco de inversión de impacto para SpainNAB

	Inversión sostenible y responsable	Inversión de impacto	Inversión de impacto adicional
Considerar objetivos sociales y/o medioambientales	X	X	X
Intencionalidad ex ante		X	X
Medición y gestión del impacto. generado		X	X
Adicionalidad de la empresa invertida a solucionar problemas desatendidos		X	X
Adicionalidad no financiera: el inversor se involucra activamente			X
El inversor provee capital flexible: puede esperar retornos inferiores a mercado			X

Elaboración propia a partir de Casasnovas et al. (2023)

6.2.3. Marco de Spainsif

Spainsif, por otro lado, es una asociación sin ánimo de lucro formada por instituciones financieras, gestoras de activos y otras organizaciones sin ánimo de lucro, que tiene como objetivo fomentar la introducción de criterios ESG en las políticas de inversión de corporaciones e inversores particulares. Igual que SpainNAB es el brazo nacional de GSG, Spainsif se encuentra bajo el paraguas de Eurosif, entidad que recoge a más de 400 organizaciones en el continente y tiene como eje angular actuar como portavoz de la comunidad de las ISR en la Unión Europea (Spainsif, s.f.).

Spainsif (2023) realiza una aproximación a la definición de la inversión de impacto comparándola con el resto de ISR, siendo la inversión de impacto “aquella realizada con intención de generar un impacto social y ambiental positivo y medible a la vez que genera un retorno financiero para los inversores”. Con ello, esta entidad considera que la inversión de impacto es la modalidad de ISR más ambiciosa en términos de inversión ESG.

González y Jaureguizar (2023) añaden que la inversión de impacto se compone de 2 dimensiones que complementa a las tres principales (intencionalidad, adicionalidad y medición del impacto): retorno financiero e impacto positivo. De todos modos, también argumentan que como no hay un consenso al respecto, podría haber inversión de impacto aunque no concurriesen todas las dimensiones.

Esta última definición, al no exigir la concurrencia explícita de múltiples dimensiones de impacto, acoge a más cantidad de activos como los instrumentos renta fija (bonos verdes o sociales). Esta realidad se hace evidente cuando en los respectivos reportes anuales que realizan estas dos entidades, SpainNAB declara que en España se comercializan más de 1.200 millones de euros (Casasnovas, Picardo Gomendio y González Labián, 2023) en inversión de impacto, mientras que para Spainsif (2023) hay una oferta de casi 17.000 millones de euros.

Para tratar de resolver la discrepancia entre la categorización de productos financieros entre las entidades legislativas y la comunidad financiera, Eurosif ha lanzado una nueva metodología al respecto. En esta, introduce 4 clases de productos financieros en función de su ambición para la transición económica y el impacto que tienen en ella (Busch et al., 2024). La Figura 10 ofrece una visión general de la categorización que realiza Eurosif a partir de distintas variables.

Figura 10: Metodología de Eurosif para calificar inversiones relacionadas con productos sostenibles

	ASG Básico	ASG Avanzado	Alineado con impacto	Generador de impacto
Objetivo de inversión	Integración de factores ASG	Análisis sistemático e incorporación de factores ESG	Alineación con impactos positivos en la sociedad o el medioambiente	Contribución positiva medible en forma de impacto real
Proceso de inversión	Realizar <i>screening</i> positivo o negativo	Screening negativo y positivo para reducir el universo de inversión	Screening negativo y positivo vinculante para activos con impacto	Proporcionar capital a activos para generar un impacto positivo medible
Medición del impacto	-	Medición del impacto ESG	Medición del impacto social o medioambiental de la compañía	Medición del impacto de la compañía y del inversor
Ambición	Baja	Moderada	Media	Alta
SFDR Artículo 8	✓	✓	✓	✓
SFDR Artículo 9			✓	✓

Fuente: Busch et al. (2024). *White Paper: Classification Scheme for Sustainable Investments* (p. 8)

Este estudio recoge una variable más dentro de las inversiones de impacto, diferenciando aquellos productos alineados con el impacto, y aquellos que generan impacto. La principal diferencia entre estas categorías radica en la intencionalidad y la adicionalidad del impacto. Mientras que las **inversiones alineadas con el impacto** buscan activos que ya están haciendo un bien y los apoyan, las **inversiones generadoras de impacto** buscan crear un impacto positivo adicional mediante el uso activo del capital invertido.

Las inversiones generadoras de impacto se involucran más profundamente en el proceso de crear impacto, no solo seleccionando compañías que ya son positivas, sino también buscando activamente mejorar y aumentar el impacto social o medioambiental de las empresas vía capital o apoyo técnico, muchas veces requerido por las participadas (Busch et al., 2024). Este matiz permite tener una imagen más fiel sobre las acciones de determinados productos financieros. Al mismo tiempo, soluciona el dilema con aquellas inversiones que de por sí no generan impacto directo, pero sí que favorecen que ese impacto tenga lugar.

6.2.4. Establecimiento de definiciones

Tras ver la multitud de perspectivas y definiciones que ofrecen los distintos actores relacionados con la inversión de impacto es imprescindible sentar unas bases de que, a efectos de este estudio, se considerarán las variables críticas para que un fondo pueda considerarse de impacto. Por el amplio consenso que sugieren **intencionalidad**, entendida como el establecimiento de objetivos de impacto previos a la inversión mediante una teoría del cambio o similar; y **medición del impacto**, deben ser pilares del análisis.

Adicionalidad estará entendida bajo la definición que provee la (GIIN, s.f.), que se entiende como “el impacto positivo que no se habría producido en ausencia de la inversión”. Esto es, el labor que realiza la entidad financiadora como catalizadora del impacto que no hubiera ocurrido si esta no hubiera invertido. De esta forma, no se genera ninguna problemática con la definición de **contribución**, entendida como la contribución (extrafinanciera) activa al desarrollo de la participada (Hockerts et al., 2022).

Materialidad se reconoce como la “doble materialidad”, que incluye el debido reporte financiero y toda aquella información que sea relevante con respecto al ejercicio de la empresa y qué considera relevante cada agente de interés (Hockerts et al., 2022). Sin embargo, durante el estudio se tomará una posición laxa, ya que resulta muy complicado definir con absolutos lo que se define como material o lo que no lo es. Los académicos argumentan que esta situación se origina porque:

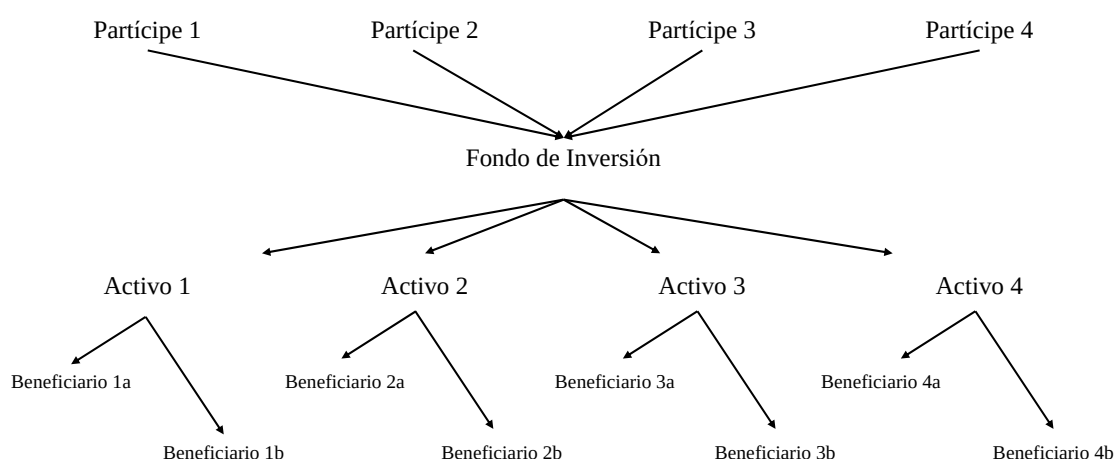
Un conjunto más amplio de grupos de interés con diversas necesidades de información complica la definición de lo que es material en entornos empresariales complejos, sobre todo porque la materialidad es una construcción social en la que los grupos de interés pueden tener puntos de vista contradictorios (Meng et al., 2022, como se citó en Hockerts et al., 2022, p. 944)

Por último, es la **atribución** es la capacidad que tiene un actor de “atribuirse” el impacto generado por su inversión y desempeño extrafinanciero (Hockerts et al., 2022).

6.3. Ecosistema de los fondos de inversión de impacto en España

Tras haber revisado el funcionamiento de un fondo de inversión y el concepto de inversión de impacto, se puede proyectar una imagen sobre el ecosistema de los fondos de inversión de impacto en España. Entre un fondo de inversión convencional y un fondo de inversión de impacto apenas existen diferencias con respecto a su ejecución, tanto para fondos públicos como privados. De todos modos, la Figura 11 señala la principal diferencia que existe entre los dos tipos: los beneficiados del impacto generado.

Figura 11: Esbozo básico del funcionamiento de un fondo de inversión de impacto



Fuente: Hockerts et al. (2022). Defining and Conceptualizing Impact Investing: Attractive Nuisance or Catalyst? (p. 938)

El Anexo 1 figura presenta un listado comprensivo de prácticamente todos los fondos de inversión en activos cotizados españoles calificados como Artículo 9 según la regulación europea SFDR. En él, se puede observar una gran diversidad de productos financieros, tanto del lado de la renta fija como de la renta variable.

Sin embargo, a la hora de analizar las variables principales que las componen (adicionalidad, intencionalidad y medición), se puede comprobar que existen grandes diferencias entre ellas. Es importante poner en valor este matiz ya que un fondo de inversión público y un fondo de inversión de capital privado suelen operar de formas opuestas. Los bancos tradicionales que ofertan fondos socialmente responsables a sus clientes compuestos de acciones, bonos, y/u otros activos, están mayoritariamente

expuestos a los mercados y a los productos que puedan invertir. Mientras tanto, las firmas de capital privado realizan inversiones directas (o indirectas) en empresas sociales, con lo cual, su *adicionalidad* puede considerarse más “tangible” que aquella que pueda ofrecer un fondo que invierte en activos cotizados.

La Figura 12 presenta una división entre los fondos de inversión públicos y los fondos de inversión privados en función de su potencial de impacto medioambiental. Esta categorización se realiza mediante el método desarrollado por la Segunda Iniciativa de Inversión (o 2DII por sus siglas en inglés) que se denomina Impact Potential Assessment Framework. Un desarrollo más detallado sobre esta metodología se realiza en el Anexo 2 a este trabajo.

Figura 12: Impacto potencial por categoría de producto

		Impacto Potencial Bajo	Impacto Potencial Medio		Impacto Potencial Alto		
		S	SE	SG	SEG	SGF	SEGF
Fondos públicos	Fondos verdes/temáticos	X	X				
	Fondos bajos en emisión de carbono	X	X				
	Fondos en bonos verdes	X	X				
Fondos privados	Fondos VC/PE climáticos	X	X	X	X	X	X
	Fondos de deuda privada verde	X	X	X	X	X	X
	Fondos de infraestructuras verdes	X	X	X	X	X	X

Fuente: Mangot, Koch (2023) *The Impact Potential Assessment Framework (IPAF) for financial products*

Nota: S: permitir que las decisiones de inversión estén influenciadas por su impacto potencial; E: participar activamente en el impacto; G: hacer crecer mercados desabastecidos; F: proporcionar capital flexible. VC: capital riesgo; PE: capital privado.

Lo que queda en evidencia es que para realizar una categorización efectiva de los fondos de inversión en España, se necesita tomar dos enfoques distintos. Con el fin de comparar peras con peras, este trabajo analizará únicamente los fondos de capital público. Se tomarán estos como objeto de estudio ya que su relación directa con la inversión de impacto, para ciertos agentes del sector, es más complicada de formar.

De la otra forma, si se incluyeran fondos de capital privado, el estudio quedaría sesgado debido a que los tipos de efecto que realizan los dos productos son muy distintos. Mientras que los fondos de capital privado pueden tener un impacto positivo directo sobre un problema a pequeña escala, los fondos de capital público pueden aprovechar su mayor tamaño e influencia para motivar acciones de activismo corporativo (por ejemplo, que una empresa multinacional deje de emplear recursos minerales fósiles en su producción, reduciendo su huella de carbono).

7. Análisis del ecosistema de fondos de impacto en España

7.1. Detalles de la muestra

Con el objetivo de realizar una aproximación lo más realista posible al mercado de los fondos de inversión de impacto en España, se tomará como aproximación los criterios marcados por la normativa SFDR para proceder con la investigación. De este modo, se entenderá que todos los fondos de inversión de impacto tendrían que ser considerados necesariamente Artículo 9, esto es, que tiene un objetivo de inversión sostenible explícito. Sin embargo, esta condición no tendría por qué cumplirse al contrario. Este enfoque está corroborado por el ya mencionado estudio de Eurosif, que incluye tanto a las inversiones alineadas con el impacto como las inversiones generadoras de impacto dentro del paraguas del Artículo 9.

La muestra tomada incluye 16 fondos de inversión, que se incluyen en el Anexo 1 a este trabajo. Todos son fondos de lo que se puede considerar banca comercial y que invierten en activos líquidos y cotizados (acciones, bonos). Entre todos, no hay mucha diversidad en lo que a retornos esperados se refiere, siendo los fondos convencionales aquellos que suelen optar por priorizar el retorno financiero al retorno social o medioambiental.

Un ejemplo de este último caso es el Huruma Fund, que combina financiación público y privada (conocido como *blended finance*), y que invierte en instituciones microfinancieras en países en vías de desarrollo. Este fondo tiene la peculiaridad de tener un tramo de primera pérdida que permite salvaguardar las posiciones de la mayoría de los inversores si no se consiguen las rentabilidades esperadas (Fondo Huruma, 2021).

A partir de dicha selección, se irá filtrando según las variables correspondientes a cada clase.

7.2. Análisis de fondos de inversión de impacto en activos cotizados

Los fondos de inversión cotizados seleccionados forman parte de nueve gestoras diferentes. Estas son:

- CaixaBank Asset Management: CaixaBank SI Impacto Renta Fija, FI; CaixaBank SI Impacto 0/30 RV, FI; CaixaBank SI Impacto 0/60 RV, FI; CaixaBank SI Impacto 50/100 RV, FI; y MicroBank SI Impacto RV, FI.
- Santander Asset Management: Santander Sostenible Bonos, FI
- BBVA Asset Management: BBVA Megatendencia Planeta Tierra ISR, FI; BBVA Bonos Sostenible ISR, FI; y BBVA Equilibrio Sostenible ISR, FI.
- ABANCA: ABANCA Renta Fija Transición Climática 360, FI
- Mutuactivos: Mutuafondo Impacto Social, FI
- Gescooperativo: Rural Impacto Global, FI
- Trea Asset Management: Trea Cajamar RV Europa Sostenible A, FI
- Afi Inversiones Globales: Finaccess Compromiso Social Europa RV, FI
- Kutxabank Gestión: Kutxabank RV Objetivo Sostenible, FI; y Kutxabank RF Objetivo Sostenible, FI

El estudio sobre su impacto se realizará sobre los anexos de sostenibilidad que deben reportar estas gestoras a la CNMV en relación con su actividad sostenible, y que está ordenado por la propia legislación SFDR. Por otro lado, también se considerará la información publicada en sus páginas corporativas y que estén disponibles al público.

Siguiendo el marco establecido por Eurosif, se distinguirán fondos alineados con el impacto y generadores de impacto. Los fondos *alineados con el impacto* serán aquellos que contribuyen financieramente con activos de impacto (más que realizar exclusiones de determinadas compañías o productos). Aquellos productos que cumplan con todos los criterios de impacto se denominarán *generadores de impacto*, ya que no solo invierten en activos que tienen un impacto positivo sino que también contribuyen activamente para que este impacto sea real y medible.

Las variables que se tomarán para el estudio de los fondos son las siguientes:

- *Intencionalidad*: que haya un objetivo de impacto social y/o medioambiental **claro y explícito** (favorablemente mediante una teoría del cambio o similar).
- *Medición y gestión del impacto*: que la gestora del fondo lleve a cabo un proceso metódico de revisión del impacto por la inversión realizada. Esta se puede llevar a cabo mediante métricas asociadas a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS); sin embargo, es preferible que se realice a través de herramientas de medición reconocidas como IRIS+ o las 5 Dimensiones del Impacto del Impact Management Project (desarrollado en el Anexo 3 a este trabajo).
- *Materialidad*: las gestoras tienen el deber, al comerciar con fondos de Artículo 9, de compartir periódicamente “el impacto global del producto en el periodo de referencia” (CNMV, s.f., p. 3). Adicionalmente, es favorable que divulguen información de interés de cara a otros agentes relacionados con el foco de inversión del fondo (entidades sociales, asociaciones, etc.). Sin embargo, se tomará como criterio válido la materialidad al inversor, ya que es a él a quien está dirigido principalmente la información reportada por la gestora.
- *Contribución*: pese a tener, por norma general, poco peso en el accionariado de las empresas en las que invierten, los fondos pueden ejercer prácticas de contribución. Estas se pueden dar a través de consultas a la dirección de la compañía o la alianza con otros partícipes en adoptar cierta agenda que promueva el impacto.

Pese a estar aceptada por muchos académicos y entidades de la comunidad de impacto, *adicionalidad* no se tendrá en consideración al estudio de los fondos en activos cotizados. Esta decisión propia proviene de la entrevista realizada con Andrea González, Directora General de Spainsif, en la que indicaba que la adicionalidad es extremadamente difícil de conseguir en los mercados cotizados ya que si la propiedad de un activo no está en un dueño, inevitablemente estará en otro.

La *atribución* del impacto en activos cotizados es muy compleja ya que la transmisión de posiciones es muy fluida y no favorece la distinción de quién se puede atribuir qué porcentaje del impacto. Por ello, el único escenario en el que considero posible una atribución tangible del impacto por parte de un inversor en activos cotizados es si se

invierte en bonos verdes, sociales, o de impacto en primario. Esto es, que el inversor financie directamente un proyecto social o de mejora medioambiental a una empresa en su momento de emisión. De este modo el inversor podría contabilizar el impacto que puede tener dicha inversión basado en el resultado último del proyecto.

7.2.1. Intencionalidad

Con respecto a la intencionalidad, la amplia mayoría de gestoras se decantan en sus anexos de sostenibilidad por aludir a los ODS como vía de compromiso sostenible y búsqueda del impacto para el inversor. A partir de ahí, cada fondo toma una perspectiva distinta con respecto a sus objetivos y procesos de inversión.

Por norma general, todos los fondos recopilados en la muestra presentan una prioridad por el retorno financiero para sus partícipes, visión conocida como *profit first*. Por lo tanto, a efectos del estudio, se considerará el acercamiento que realizan los fondos para la consecución del impacto social o medioambiental. Mientras que hay fondos como el ABANCA Renta Fija Transición Climática que basan su política de inversión en replicar al índice SOLACTIVE 360 EURO IG CORPORATE CTB INDEX, hay otros como los gestionados por la firma CaixaBank, que establecen una tesis de inversión asentada en teorías del cambio para sus activos de renta fija y renta variable. La gran mayoría de los fondos toman como tesis de inversión la participación con empresas alineadas con los ODS y la exclusión de determinadas empresas que no convergen con los estándares de sostenibilidad o gobernanza.

7.2.2. Medición y gestión del impacto

La medición del impacto generado por la inversión en activos cotizados, al igual que la atribución, se vuelve un ejercicio complejo. A grandes rasgos, como comentó Andrea González en la entrevista que tuvo conmigo, en los mercados cotizados se puede lograr mucha escala de impacto ya que las empresas cotizadas suelen tener el poder de influenciar procesos masivos de negocio que afectan a un número considerable de personas o ecosistemas. Sin embargo, este impacto no es tan puro. Esta realidad es la contraria a la que acontece en los mercados privados, donde no se puede lograr tanta

escala de impacto; de todos modos, este suele ser más fácil de precisar y de cuantificar para un posterior reporte.

La medición y gestión del impacto en la que parece haber relativo consenso en lo que respecta a las gestoras de activos. Como base, se toman los ODS y las métricas que tienen asociados a cada uno de ellos. Por ejemplo, Trea emplea en su fondo Trea Cajamar RV Europa Sostenible A, FI, las siguientes métricas asociadas al ODS 13 (acción por el clima): número de coches eléctricos e híbridos vendidos, ventas provenientes de generación eléctrica renovable o productos que incentiven ésta, generación eléctrica total producida por fuentes renovables y emisión de CO2 (scope 1 + scope 2) (Trea Asset Management, s.f.).

Otras entidades, como Santander o BBVA, emplean el rating ESG medio de la cartera que establecen. Este rating en ambos casos es puesto por la propia gestora, por lo que tienen el riesgo de no ser precisas a la hora de determinar el rating ESG de sus posiciones. Una solución para este inconveniente pasa por tener una entidad independiente que asesore a la gestora y pueda evaluar el impacto social o medioambiental que tiene el portfolio. CaixaBank realiza esto a través de BlackRock, bajo el marco de medición y gestión del impacto Impact Measurement & Management (IMM) desarrollado por el GIIN.

Tomando estas aproximaciones como referencia, las gestoras pueden gestionar sus inversiones en base al impacto que hayan tenido sus inversiones. Sin embargo, este ejercicio no es útil si no se toma acción sobre los resultados obtenidos. Es por ello por lo que es importante tener un mecanismo para gestionar el impacto generado e intentar fomentarlo.

7.2.3. Materialidad

La materialidad de la información divulgada por parte de las gestoras varía en función de su reporte en el anexo de sostenibilidad requerido, por tratarse de productos Artículo 9, y por los informes anuales que publican. La mayor parte de la información reportada tiene índole financiera; sin embargo, hay gestoras que hacen esfuerzos por reportar su impacto social o medioambiental en sus informes de manera detallada.

Tal y como se argumentó en la anterior sección a este trabajo, resulta muy difícil estimar qué es material, ya que depende de la perspectiva de quién esté interesado en la información. Siendo esto así, se tomará como criterio la *materialidad para el inversor*, la cual todos los fondos cumplen a través de la información reportada en sus anexos de sostenibilidad.

Como mención especial, cabe resaltar el trabajo que hace CaixaBank en este aspecto. Con objeto de su reporte anual de sostenibilidad incluye casos de inversión reales y muestra detalladamente su proceso de inversión, medición y gestión del impacto. Esta información es muy valiosa no solo para inversores, sino también para actores del área de la inversión de impacto.

7.2.4. Contribución a la empresa participada

Como ya se ha mencionado en este trabajo, tener un efecto en la empresa participada resulta compleja para aquellas entidades que operan en el mercado cotizado. Esto se debe a que la participación en las empresas, por motivos de diversificación, suele ser muy reducida e insignificante en lo que a derechos políticos se refiere. Las políticas de implicación de las gestoras analizadas están supeditadas al poder de voto o influencia que tengan dentro de la propia compañía.

Todas las gestoras, salvo CaixaBank que tampoco realiza un trabajo efectivo, fallan a la hora de contribuir efectivamente al impacto que generan sus participadas por la definición que se ha marcado en el estudio.

7.2.5. Resultado del estudio

	Intencionalidad	Medición y gestión del impacto	Contribución	Materialidad
CaixaBank SI Impacto Renta Fija, FI	Teoría del cambio	Propia y externa (IMM)	Moderada, optimizar impacto y rentabilidad	Alta, reporte atiende a múltiples agentes
CaixaBank SI Impacto 0/30 RV, FI	Teoría del cambio	Propia y externa (IMM)	Moderada, optimizar impacto y rentabilidad	Alta, reporte atiende a múltiples agentes
CaixaBank SI Impacto 0/60 RV, FI	Teoría del cambio	Propia y externa (IMM)	Moderada, optimizar impacto y rentabilidad	Alta, reporte atiende a múltiples agentes
CaixaBank SI Impacto 50/100 RV, FI	Teoría del cambio	Propia y externa (IMM)	Moderada, optimizar impacto y rentabilidad	Alta, reporte atiende a múltiples agentes
MicroBank SI Impacto RV, FI	Teoría del cambio	Propia y externa (IMM)	Moderada, optimizar impacto y rentabilidad	Alta, reporte atiende a múltiples agentes

Santander Sostenible Bonos, FI	Bonos verdes, sociales, sostenibles, etc.	Propia, múltiples métodos (rating ESG, índice de democracia, etc.)	Reducida, gestión y reporte de aspectos ESG para cada compañía	Inversor, anexo de sostenibilidad
BBVA Megatendencia Planeta Tierra ISR, FI	Contribución positiva a los ODS	Propia, impacto a ODS y calificación media ESG	Reducida	Inversor, anexo de sostenibilidad
BBVA Bonos Sostenible ISR, FI	Bonos verdes, sociales, sostenibles, etc.	Seguimiento de estándares ICMA y calificación media ESG	Reducida	Inversor, anexo de sostenibilidad
BBVA Equilibrio Sostenible ISR, FI	Contribución positiva a los ODS, bonos verdes, etc.	Propia, impacto a ODS y calificación media ESG	Reducida	Inversor, anexo de sostenibilidad
ABANCA Renta Fija Transición Climática 360, FI	Pasiva, réplica de un índice	Propia, emisión de gases de efecto invernadero	Reducida	Inversor, anexo de sostenibilidad
Mutuafofondo Impacto Social, FI	Criterios excluyentes y valorativos	Valoración interna de impacto en ODS	Muy reducida, votos con el objetivo de optimizar la rentabilidad	Inversor, anexo de sostenibilidad
Rural Impacto Global, FI	Alineación con ODS	Impacto directo e indirecto a ODS	Reducida	Inversor, anexo de sostenibilidad e informe anual
Trea Cajamar RV Europa Sostenible A, FI	Contribución positiva a los ODS, riesgo ESG y exclusiones	Admite limitaciones de disponibilidad y calidad de datos	Reducida	Inversor, anexo de sostenibilidad e informe anual
Finaccess Compromiso Social Europa RV, FI	Compañías con alto rating social	Valoración interna del rating social	No forma parte de la política de implicación de la gestora	Inversor, anexo de sostenibilidad
Kutxabank RV Objetivo Sostenible, FI	Compañías con un impacto positivo medible por los ODS	Valoración interna de impacto en ODS	Reducida	Inversor, anexo de sostenibilidad e informe de sostenibilidad
Kutxabank RF Objetivo Sostenible, FI	Bonos verdes, sociales, sostenibles, etc.	Valoración interna de impacto en ODS	Reducida	Inversor, anexo de sostenibilidad e informe de sostenibilidad

Ningún fondo cumple con las cuatro variables que se han establecido para este estudio. La gestora que se encuentra más cerca de conseguirlo es CaixaBank a través de sus múltiples vehículos de impacto; pero que sin embargo, no se puede considerar que tenga la necesaria contribución con sus empresas participadas. Precisamente es CaixaBank quien se puede denominar la gestora más centrada en la inversión de impacto en España, dada la calidad de sus reportes y la correcta medición del impacto que realiza mediante sus propias métricas y estándares externos.

Por lo tanto, no se podría considerar ningún fondo “generador de impacto”. Como factores comunes a las gestoras que provocan esta situación se pueden ver una falta de contribución en acciones corporativas y una falta de diversidad en lo que a métodos de medición y gestión del impacto se refiere. Aunque el primer punto ya se ha discutido

previamente cabe recordar que al formar participaciones tan pequeñas dentro de las empresas, es muy complicado poder contribuir extrafinancieramente (mediante asistencia o las políticas de implicación corporativa) con una empresa cotizada. El segundo punto nace de que efectivamente, las gestoras españolas se centran en la alineación con los ODS y dejan de lado otras métricas que pueden aportar valor a la gestión de su impacto social o medioambiental.

En cambio, las gestoras de fondos de inversión sí que realizan una labor de contribución al impacto mediante la apropiada inversión en activos mediante métodos de selección anclados a los ODS, en la mayoría de los casos, y a teorías del cambio, en el caso de CaixaBank.

Como conclusión a este estudio se puede señalar que efectivamente, los fondos de inversión de impacto en España están lejos de ser catalizadores de impacto como sí que lo pueden ser los vehículos de capital privado. De todos modos, es apropiado resaltar la labor de canalización de financiación que realizan estos fondos. Aunque no pueda considerarse el impacto social o medioambiental más puro de todos, lo que estas herramientas consiguen son grandes movimientos dentro del ecosistema de impacto español, atrayendo a clientes de la banca tradicional a productos más sostenibles.

8. Discusión y Recomendaciones

8.1. Principales hallazgos

Tras haber analizado el mercado de fondos de inversión en activos cotizados, merece señalar una serie de hallazgos que determinan cómo es el mercado y que pueden ser fuente de potenciales mejoras.

Por motivos operativos, la mayoría de los fondos de inversión en activos cotizados se abstienen de invertir el 100% de las participaciones en activos de impacto. Esto se debe a la propia naturaleza del vehículo, que necesita distribuir parte de su patrimonio en activos líquidos (monetarios o similares) que le permita operar con flexibilidad en caso de retirada de capital o necesidad de reconfiguración del portfolio.

En varios reportes de sostenibilidad las gestoras acusan a la falta de información disponible la labor reducida que hacen de medición y gestión del impacto. Como se señala en el informe de sostenibilidad de Kutxabank, describen lo siguiente: “La principal limitación de los métodos y de las fuentes de datos mencionadas procede del origen de los datos (falta de suficientes datos publicados por las propias compañías) (Kutxabank, s.f., p. 16). Podría ser un buen punto de contribución para estas gestoras el comenzar a exigir un flujo mayor de datos de impacto.

Otra similitud que resulta del estudio es que se opta, en la gran mayoría de casos, por realizar un ejercicio de medición y divulgación muy escueto. Es decir, las gestoras están midiendo y comunicando aquellos elementos que están exigidos por la regulación actual y no buscan proporcionar valor añadido a través de informes detallados sobre sus esfuerzos de impacto. Un par de razones por las cuales esto puede pasar es que: las gestoras no tienen interés en invertir recursos para complementar sus estudios de impacto; y que los fondos de inversión de impacto podrían estar considerados para el consumidor particular como algo que aún no está comodotizado. Esto quiere decir que las diferencias entre fondos que existen ahora mismo son suficientes para que los propios inversores los puedan diferenciar (objetivos de inversión, activos en el portfolio, costes de gestión, etc.). Por lo tanto, las gestoras no necesitan ir más allá para atraer a clientes a sus productos financieros.

En líneas generales, las diferencias con respecto a la ambición sostenible, materialidad y contribución, más que encontrarse a nivel producto, ocurren a nivel emisor. Esto hace entender que el papel que tiene la propia gestora es clave a la hora de determinar el impacto que tiene un producto u otro. Las políticas de implicación en gobernanza y decisiones varían de gestora a gestora, compartiendo todas un nivel de activismo muy reducido, lo cual era de esperar. Como ya se ha mencionado previamente, la verdadera contribución en mercados cotizados proviene de la alianza de un porcentaje del voto elevado en una empresa para lograr un cambio en la dirección. Siendo la banca tradicional una que trata de optimizar la rentabilidad de sus productos, pueden surgir ocasiones en que estos objetivos entren en conflicto.

8.2. Recomendaciones para políticas y regulaciones

El panorama actual de fondos de inversión de impacto en España es resultado directo de la regulación vigente. Dada la generalizada pasividad de las gestoras por querer aportar valor en el campo de la inversión de impacto, deben ser los agentes reguladores que tracen líneas de mejora para facilitar la transparencia y efectividad de estos productos financieros.

La primera línea de mejora destacable puede ser la aprobación de una normativa que obligue a las gestoras a **utilizar herramientas de medición de impacto reconocidas y estandarizadas**, como IRIS+ que está desarrollada por el GIIN, el Global Reporting Initiative (GRI) o las 5 Dimensiones del Impacto de Impact Management Project. Esto podría ayudar a asegurar la precisión y comparabilidad de los datos reportados por las gestoras, facilitado el proceso de decisión de los inversores.

La segunda línea de mejora sigue el **fomento de la adicionalidad**, un problema que presentan los activos cotizados por su propia naturaleza. Para solucionar esta cuestión, se puede apostar en primer lugar por incentivar la emisión y compra de bonos verdes y sociales, que permiten una atribución más clara del impacto; y apoyar esquemas de *blended finance*, para mitigar los posibles riesgos que pueda asumir un inversor particular en un fondo con mayor exposición a empresas no tan consolidadas y que crea un impacto más directo en el medioambiente o la sociedad.

8.3. Limitaciones del estudio

Este estudio se ha centrado en el estudio de las prácticas realizadas por las gestoras de fondos de inversión de impacto en activos cotizados. Pese a poder sacar conclusiones del análisis, es relevante mencionar una serie de limitaciones vinculadas a la investigación.

En primer lugar, la muestra del estudio se limita a fondos de inversión en activos cotizados, lo cual excluye una parte significativa del mercado de inversión de impacto, particularmente los fondos de capital privado. La exclusión de fondos de capital privado puede limitar la visión sobre el mercado de la inversión de impacto, ya que estos fondos

se vinculan a estrategias de impacto más directas. Los fondos de capital privado no solo suelen tener una relación más cercana con sus participadas, sino que también tienen un mayor poder de contribución no financiera con sus objetivos de impacto.

En segundo lugar, el método de clasificación utilizado en el estudio y los resultados obtenidos están sujetos a interpretación, lo cual introduce un sesgo subjetivo en el análisis. Tal y como se describió durante el marco teórico de este trabajo, las definiciones de impacto y sus criterios pueden variar según el criterio del investigador, lo que puede afectar la consistencia del estudio con la opinión de otras partes del sector de la inversión de impacto. Con objeto de realizar un análisis completo sobre los fondos, se ha tomado deliberadamente una posición que no excluye a los fondos de inversión en activos cotizados de la categoría de impacto dada su escasa contribución a las empresas participadas.

En tercer lugar, la información publicada por las gestoras de fondos en activos cotizados complica la comparación cuantitativa. Ya que en la gran mayoría de los casos, las gestoras publican únicamente lo que están requeridas a divulgar, es muy complicado trazar líneas comparables de impacto basadas en datos empíricos.

Por último, conviene mencionar que el entorno regulatorio para la inversión de impacto está en constante evolución. Por lo tanto, las modificaciones en las regulaciones pueden afectar la calidad de los reportes y la gestión de inversiones de impacto para estas entidades. Además, este estudio únicamente se enfoca en el mercado español, que puede no ser representativo de las prácticas en la inversión de impacto y cómo están influenciadas por la legislación comunitaria vigente.

9. Conclusiones

Este estudio se ha concebido como un método para evaluar una parte del panorama de la inversión de impacto en España y señalar la necesidad de regulación pertinente que provea transparencia de cara al consumidor y otros agentes de interés.

Aunque la mayoría de los fondos de inversión de impacto en activos cotizados marcan a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) como una vía de compromiso sostenible, hay una diferencia significativa en sus objetivos y procesos de inversión. La intencionalidad y la medición del impacto son áreas donde las gestoras tienen enfoques divergentes, afectando a la comparabilidad de los fondos. Es por ello por lo que tanto la regulación por un lado, como los propios fondos por otro, necesitan construir un sistema de comparación del impacto que sea homogéneo.

Sin embargo, la contribución de los fondos en este proceso podría estar entredicho. A diferencia de otras industrias emergentes, como las criptomonedas o la inteligencia artificial, la inversión de impacto aún no sugiere apetito entre los clientes particulares. Por ello, las empresas no tienen incentivos para desarrollar marcos y tecnología que consiga fomentar la demanda. En este escenario, los entes regulatorios van por detrás del avance de la tecnología y muchas de sus acciones son de carácter reactivo.

En el caso contrario se encuentra la inversión de impacto, por lo tanto, son las instituciones reguladoras las que deben tomar un rol proactivo en el diseño de un marco efectivo y transparente que refleje la realidad de este mercado. La consecuencia de esta política sería la de dar seguridad y certeza a un campo que consiga atraer a más y más adoptantes en los próximos años.

La realidad de la inversión de impacto, como se ha podido comprobar en este trabajo, admite muchos puntos de vista. Desde aquellos más puristas que restringen la inversión de impacto a un número muy limitado de instrumentos de inversión, a otros que aceptan más clases de activos. Ninguna de las dos posiciones está equivocada ya que simplemente aceptan definiciones distintas, y consecuentemente, deriva en posiciones irreconciliables.

Esta discordancia entre actores de la inversión de impacto, gestoras, y entes reguladores, pone en tela de juicio la capacidad de estos actores de ponerse de acuerdo y fijar estándares que den certezas al mercado. Un trabajo como el realizado puede servir como punto de partida para próximas investigaciones, bien relacionadas con otra clase de productos financieros, o profundizando en los activos cotizados. Por otro lado, otra vía de investigación que resulta del análisis de este trabajo es el estudio de la importancia y el impacto de las contribuciones no financieras de los fondos de inversión de impacto en

las empresas participadas. En especial, cómo las gestoras pueden maximizar su influencia mediante la participación en la gobernanza corporativa y la asesoría estratégica.

10. Declaración de uso de herramientas de Inteligencia Artificial Generativa

Por la presente, yo, Pablo Rodríguez Codesal, estudiante de Doble Grado en Administración y Dirección de Empresas y Relaciones Internacionales [E-6] de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado “Estudio Comparativo sobre los fondos de inversión de impacto en activos cotizados en España”, declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

- Brainstorming de ideas de investigación: Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
- Crítico: Para encontrar contra-argumentos a una tesis específica que pretendo defender.
- Corrector de estilo literario y de lenguaje: Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
- Revisor: Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
- Traductor: Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 5/6/2024

Firma: Pablo Rodríguez Codesal

11. Bibliografía

- Autoridad Europea de Valores y Mercados. (2024). *Final Report: Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms*. Recuperado el 22 de mayo de 2024, de Autoridad Europea de Valores y Mercados: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA34-472-440_Final_Report_Guidelines_on_funds_names.pdf
- Blanco, A. (2019). *El cuarto sector en España*. Obtenido de IE Center for the Governance of Change.
- Bloomberg Intelligence. (2024). *Global ESG assets predicted to hit \$40 trillion by 2030, despite challenging environment, forecasts Bloomberg Intelligence*. Recuperado el 23 de febrero de 2024, de Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/company/press/global-esg-assets-predicted-to-hit-40-trillion-by-2030-despite-challenging-environment-forecasts-bloomberg-intelligence/>
- Brignoli, N., Power, K., & Deckers, A. (2023). *How can SFDR support Europe's impact investing ecosystem to reach UN SDG goals and EU's Just Transition?* Recuperado el 17 de febrero de 2024, de Impact Europe: <https://www.impacteurope.net/sites/www.evpa.ngo/files/documents/Joint-letter-how-to-tailor-SFDR-to-impact.pdf>
- Busch, T., Pruessner, E., Oulton, W., Palinska, A., & Garrault, P. (2024). *Methodology for Eurosif Market Studies on Sustainability-related Investments: Measuring progress of capital flows to support the sustainable transition of the real economy*. Recuperado el 3 de marzo de 2024, de Eurosif: https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2024/02/2024.02.15-Final-Report-Eurosif-Classification_2024.pdf
- Casasnovas, G., Jenkins, S., Alarcón, J., González Labián, M., & Ruiz de Munain, J. L. (2023). *Task Force de Fondos: Aprendizajes y resultados*. SpainNAB.
- Casasnovas, G., Picardo Gomendio, T., & González Labián, M. (2023). *La oferta de capital de impacto en España en 2022*. Recuperado el 26 de noviembre de 2023, de SpainNAB: https://spainnab.org/wp-content/uploads/2023/09/Informe-SpainNAB_Oferta-Capital-Impacto-Epana.pdf

- CNMV. (s.f.). *50 preguntas y respuestas básicas sobre inversión*. Recuperado el 23 de febrero de 2024, de CNMV: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/Guia_50_preguntas.pdf
- CNMV. (s.f.). *Comentarios del comité consultivo de la CNMV sobre la consulta pública de las ESAS sobre el desarrollo del reglamento UE 2019/2088, de 27 de noviembre de divulgación*. Recuperado el 6 de mayo de 2024, de Comisión Nacional de Mercados y Valores: https://www.cnmv.es/DocPortal/AIDia/ESA_ESG.pdf
- CNMV. (s.f.). *Comisión Nacional de Mercados y Valores*. Recuperado el 20 de febrero de 2024, de Fondos inversión: <https://www.cnmv.es/portal/inversor/fondos-inversion.aspx?lang=es>
- CNMV. (s.f.). *Fondos de inversión en el mercado: Guía rápida*. Recuperado el 25 de febrero de 2024, de CNMV: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/GR05_Clasificacion_fondos.pdf
- Comisión Nacional de Mercados y Valores. (s.f.). *Las Finanzas Sostenibles*. Recuperado el 7 de enero de 2024, de CNMV: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/GR02_Fin_sostenibles.pdf
- Cruz-Conde, M. (2021). *“Algunos patronatos se resisten a dejar de hacer lo que han hecho siempre” explica María Cruz-Conde, Co-directora de la Open Value Foundation*. Recuperado el 20 de febrero de 2024, de Las Fundaciones: <https://lasfundaciones.com/algunos-patronatos-se-resisten-a-dejar-de-hacer-lo-que-han-hecho-siempre-explica-maria-cruz-conde-co-directora-de-la-open-value-foundation/>
- Curto Grau, M. (2012). *La filantropía: ¿un acto de responsabilidad social?* Recuperado el 23 de febrero de 2024, de <https://www.iese.edu/media/research/pdfs/ST-0319.pdf>
- Diab, A., & Mahtani, R. (2023). *SFDR reclassification tumult to intensify amid the EU revision*. Recuperado el 23 de febrero de 2024, de Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/professional/blog/sfdr-reclassification-tumult-to-intensify-amid-the-eu-revision/>
- Díaz, M., Marcuello, C., & Nogales, R. (2020). *Social enterprises and their ecosystems in Europe | Country report SPAIN*. Recuperado el 5 de enero de 2024, de European Commission: <https://ec.europa.eu/social/BlobServlet?docId=16383&langId=en>

- Dohrmann, S., Raith, M., & Siebold, N. (2015). Monetizing Social Value Creation - A Business Model Approach. *Entrepreneurship Research Journal*, 5(2), 127-154. Recuperado el 8 de enero de 2024, de <https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/erj-2013-0074/html#APA>
- Fondo Huruma. (2021). *Fondo Huruma: Informe Anual 2021*. Recuperado el 3 de mayo de 2024, de Fondo Huruma: https://fondohuruma.com/wp-content/uploads/2022/12/Huruma_Annual-Report-2021_ESP-1.pdf
- Fontrodona, J., Muller, P., & Marín García, S. (2020). *La inversión sostenible y responsable. Introducción y guía para inversores particulares*. Recuperado el 3 de enero de 2024, de Cátedra CaixaBank de Responsabilidad Social Corporativa: <https://www.iese.edu/media/research/pdfs/ST-0531.pdf>
- Foroughi, J. (2022). *ESG Is Not Impact Investing and Impact Investing Is Not ESG*. Recuperado el 23 de febrero de 2023, de Stanford Social Innovation Review: https://ssir.org/articles/entry/esg_is_not_impact_investing_and_impact_investing_is_not_esg
- Fujiwara, D. (2015). *The Seven Principle Problems of SROI*. Obtenido de SIMETRICA: https://socialvalueuk.org/wp-content/uploads/2023/01/The-Seven-Principle-Problems-with-SROI_Daniel-Fujiwara-4.pdf
- Gaggiotti, G., Cafferkey, P., Maspons, C., & Picón Martínez, A. (2023). *Catalysing Impact: Catalytic Capital in Europe Whitepaper*. European Venture Philanthropy Association.
- Gast Fawcett, E., Macklin, T., & Tedesco, N. (s.f.). *Impact Vehicles and Structures: Leveraging the Right Medium to Achieve Your Goals*. Recuperado el 25 de febrero de 2024, de National Center for Family Philanthropy: <https://www.ncfp.org/wp-content/uploads/2022/02/Impact-Vehicles-and-Structures-Primer-NCFP-2022.pdf>
- GIIN. (s.f.). *The State of Impact Measurement and Management Practice*. Recuperado el 3 de mayo de 2024, de GIIN: https://thegiin.org/assets/2017_GIIN_IMMSurvey_ExecSummary_Webfile.pdf
- Godeke, S., & Briaud, P. (2020). *Impact Investing Handbook: An Implementation Guide for Practitioners*. Rockefeller Philanthropy Advisors.
- González, A., & Jaureguizar, R. (2023). *Curso de Verano Spainsif 2023: Inversión de impacto - Andrea González y Rocío Jaureguizar*. Recuperado el 25 de febrero de

- 2024, de Spainsif:
https://www.youtube.com/watch?v=NhdOOaJPwYU&ab_channel=Spainsif
- Guttermann, A. (2020). *What is Impact Investing*. Recuperado el 2024 de mayo de 2, de https://www.researchgate.net/profile/Alan-Guttermann/publication/350789954_What_is_Impact_Investing/links/60721d374585150fe99b4f96/What-is-Impact-Investing.pdf
- Hansen, S. E., & Sigurjonsson, T. O. (2024). Do Impact Investment Opportunities Exist in Public Equity? An Empirical Examination. *Journal of Governance and Regulation*, 13(1), 83-95. Recuperado el 25 de febrero de 2024, de https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/100331214/s_s_elisabeth_hansen_et_al_do_impact_investing_opportunities_exist_in_public_equity_publishersversion.pdf
- Hockerts, K., Hehenberger, L., Schaltegger, S., & Farber, V. (2022). Defining and Conceptualizing Impact Investing: Attractive Nuisance or Catalyst? *Journal of Business Ethics*, 179(4), 937-950.
- King, C. (2023). *A brief history of sustainable investing*. Recuperado el 6 de marzo de 2024, de J. P. Morgan Wealth Management: <https://www.chase.com/personal/investments/learning-and-insights/article/a-brief-history-of-sustainable-investing>
- KPMG. (2023). *The European Commission's review of SFDR*. Recuperado el 21 de febrero de 2024, de KPMG: <https://kpmg.com/xx/en/home/insights/2023/09/the-european-commissions-review-of-sfdr.html>
- Krantz, T. (2024). *The history of ESG: A journey towards sustainable investing*. Recuperado el 23 de febrero de 2024, de IBM: <https://www.ibm.com/blog/environmental-social-and-governance-history/>
- Lawton, M. (2023). *The Importance of Additionality in Impact Investing*. Recuperado el 3 de enero de 2024, de T. Rowe Price Insights: <https://www.troweprice.com/content/dam/gdx/pdfs/2023-q1/Importance-Of-Additionality-In-Impact-Investing.pdf>
- Lazzarini, S., Setter Filho, J. G., Rezende Ikawa, J. N., & Darcie de Barros, A. (2022). *Social Impact Monetization: Comparative Analysis of Alternative Approaches and their Applicability*. Recuperado el 17 de enero de 2024, de Insper: <https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2022/01/2021-12-GUIA->

MONETIZAC%CC%A7A%CC%83O-DE-IMPACTO-SOCIAL-INSPIER-2021-English.pdf

Martí, G. (2023). *Fondos con triple impacto*. Recuperado el 21 de febrero de 2024, de La Vanguardia:

<https://www.lavanguardia.com/economia/20230703/9078358/fondos-triple-impacto-brl.html>

Merry del Val, M., Basagoiti, F., & Díez de Rivera, M. (2023). *Estudio del ecosistema de Inversión de Impacto en España*. Recuperado el 23 de febrero de 2024, de SpainCap: <https://spaincap.org/downloads/estudio-de-impacto.pdf>

Moncada, J. (2020). *La inversión de impacto social*. Recuperado el 7 de enero de 2024, de [empresaglobal: https://www.empresaglobal.es/EGAFI/contenido/1979152/1601149/la-inversion-de-impacto-social.html](https://www.empresaglobal.es/EGAFI/contenido/1979152/1601149/la-inversion-de-impacto-social.html)

Narrillos Roux, H. (2012). El SROI, un método para medir las inversiones sociales. *Gestión*(241), 48-54. Recuperado el 7 de enero de 2024, de Wolters Kluwer España: <http://pdfs.wke.es/4/4/3/7/pd0000074437.pdf>

OCDE. (2007). *The UN Principles for Responsible Investment and the OECD guidelines for multinational enterprises: complementarities and distinctive contributions*. Recuperado el 23 de febrero de 2024, de OCDE: <https://www.oecd.org/investment/mne/38783873.pdf>

Open Value Foundation. (s.f.). *El 'capital catalítico', una palanca fundamental para el impacto*. Recuperado el 8 de marzo de 2024, de Open Value Foundation: <https://www.openvaluefoundation.org/es/blog/el-capital-catalitico-una-palanca-fundamental-para-el-impacto>

Open Value Foundation. (s.f.). *Qué es la inversión de impacto*. Recuperado el 3 de enero de 2024, de Open Value Foundation: https://www.openvaluefoundation.org/images/Conocimiento/infografia_inversion_impacto_esp.pdf

Rey Rodríguez, L., & Palomares, A. (2022). *SFDR: Qué es y cómo ha impulsado la inversión sostenible en su primer año de vida*. Recuperado el 4 de febrero de 2024, de Fundspeople: <https://fundspeople.com/es/glosario/que-es-sfdr-como-ha-impulsado-la-inversion-sostenible/>

- Rodríguez Canfranc, M. (2020). *Qué significa invertir en capital riesgo*. Recuperado el 25 de febrero de 2024, de BBVA: <https://www.bbva.com/es/que-significa-invertir-en-capital-riesgo/>
- San Esteban, N. (2023). *Correos encarga un plan para "monetizar su impacto social" ante la caída de ingresos*. Recuperado el 7 de enero de 2024, de Vozpópuli: https://www.vozpopuli.com/economia_y_finanzas/correos-monetizar-impacto-social.html
- Schoemaker, A. (2023). *Inconsistent Definition of 'Sustainable Investments' Across EU Regulations Could Cause (Unintentional) Greenwashing*. Recuperado el 21 de febrero de 2024, de Sustainalytics: <https://www.sustainalytics.com/esg-research/resource/investors-esg-blog/sustainable-investments-definition-across-eu-regulations-still-unclear>
- Schultz, A. (2023). *Impact Investing Is Paying Off*. Recuperado el 3 de enero de 2024, de Barron's: <https://www.barrons.com/articles/impact-investing-is-paying-off-13f6931f>
- Ship2B Foundation. (2021). *Venture Philanthropy, una nueva estrategia de apoyo y financiación a proyectos de alto impacto social*. Recuperado el 23 de febrero de 2024, de Ship2B Foundation: <https://www.ship2b.org/en/actualidad/venture-philanthropy-estrategia-de-apoyo-al-impacto/>
- Sital-Singh, P. (2011). RNIB and action for blind people social firms: A social impact measurement. *RNIB and London South Bank University*, 1-58. Recuperado el 4 de febrero de 2024, de <https://zaguan.unizar.es/record/9477/files/TAZ-TFM-2012-1067.pdf>
- SpainNAB. (s.f.). *Quiénes Somos*. Recuperado el 9 de marzo de 2024, de SpainNAB: <https://spainnab.org/quienes-somos/>
- Spainsif. (2023). *La inversión sostenible y responsable en España - Estudio Spainsif 2023*. Recuperado el 5 de enero de 2024, de Spainsif: https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2023/10/Estudio_de_Mercado_2023_Spainsif.pdf
- Spainsif. (s.f.). *Acerca de nosotros*. Recuperado el 9 de marzo de 2024, de Spainsif: <https://www.spainsif.es/acerca-de-spainsif/>
- Suárez, C. (2020). *El capital paciente: la inversión como medio en la lucha contra la pobreza*. Recuperado el 8 de marzo de 2024, de Funds Society: <https://www.fundssociety.com/es/noticias/alternativas/el-capital-paciente-la-inversion-como-medio-en-la-lucha-contr-la-pobreza/>

The Global Impact Investing Network. (s.f.). *Impact Investing*. Recuperado el 26 de noviembre de 2023, de The Global Impact Investing Network: <https://thegiin.org/impact-investing/>

Trelstad, B. (2016). Impact Investing: A Brief History. *Capitalism and Society*, 11(2), 1-14.

12. Anexos

Anexo 1: Fondos de inversión basados en España caracterizados como Artículo 9.

Fondo	Tipología	Adicionalidad	Intencionalidad	Medición del Impacto
CaixaBank SI Impacto Renta Fija, FI	Renta Fija	<i>Financiera</i>	<i>Profit First</i>	Indicadores ODS e indicadores de medición según la temática de impacto. Marco IMM.
CaixaBank SI Impacto 0/30 RV, FI	Mixto	<i>Financiera</i>	<i>Profit First</i>	Indicadores ODS e indicadores de medición según la temática de impacto. Marco IMM.
CaixaBank SI Impacto 0/60 RV, FI	Mixto	<i>Financiera</i>	<i>Profit First</i>	Indicadores ODS e indicadores de medición según la temática de impacto. Marco IMM.
CaixaBank SI Impacto 50/100 RV, FI	Renta Variable	<i>Financiera</i>	<i>Profit First</i>	Indicadores ODS e indicadores de medición según la temática de impacto. Marco IMM.
MicroBank SI Impacto RV, FI	Renta Variable	<i>Financiera</i>	<i>Profit First</i>	Indicadores ODS e indicadores de medición según la temática de impacto. Marco IMM.
Santander Sostenible Bonos, FI	Renta Fija	<i>Financiera</i>	<i>Profit First</i>	Calificación ASG media de la cartera y del emisor.
BBVA Megatendencia Planeta Tierra ISR, FI	Renta Variable Mixta	<i>Financiera</i>	<i>Profit First</i>	Contribución de las inversiones a los ODS y calificación ASG media de la cartera.
BBVA Bonos Sostenible ISR, FI	Renta Fija	<i>Financiera</i>	<i>Profit First</i>	Contribución de las inversiones a los ODS y calificación ASG media de la cartera.
BBVA Equilibrio Sostenible ISR, FI	Renta Variable Mixta	<i>Financiera</i>	<i>Profit First</i>	Contribución de las inversiones a los ODS y calificación ASG media de la cartera.
ABANCA Renta Fija Transición Climática 360, FI	Renta Fija	<i>Financiera</i>	<i>Profit First</i>	Indicadores de medición según la temática de impacto (emisiones GEI, asuntos sociales y laborales, etc.)
Mutuafondo Impacto Social, FI	Renta Variable	<i>Financiera</i>	<i>Profit First</i>	---
Rural Impacto Global, FI	Renta Variable	<i>Financiera</i>	<i>Profit First</i>	Contribución directa e indirecta a los ODS, e indicadores de medición según la temática de impacto
Trea Cajamar RV Europa Sostenible A, FI	Renta Variable	<i>Financiera</i>	<i>Profit First</i>	---
Finaccess Compromiso Social Europa RV, FI	Renta Variable	<i>Financiera</i>	<i>Profit First</i>	Rating Social compuesto de 18 indicadores e indicadores de medición según la temática de impacto
Kutxabank RV Objetivo Sostenible, FI	Renta Variable	<i>Financiera</i>	<i>Profit First</i>	Contribución directa e indirecta a los ODS
Kutxabank RF Objetivo Sostenible, FI	Renta Fija	<i>Financiera</i>	<i>Profit First</i>	Contribución directa e indirecta a los ODS y estándares ICMA

Fuente: elaboración propia a partir de Spainsif (s.f.). Fondos ASG de asociados a Spainsif.

Anexo 2: Metodología *Impact Assessment Framework* desarrollada por la Segunda Iniciativa de Inversión (2DII).

El Impact Potential Assessment Framework (IPAF) es una metodología desarrollada por la Segunda Iniciativa de Inversión (2DII) que evalúa el potencial de impacto de productos financieros. Esta herramienta se distingue por su enfoque exclusivo en las acciones de los productos financieros para generar impacto real, basándose únicamente en información pública proporcionada por los fondos, gestoras, u otras instituciones comercializadoras.

El IPAF ha sido diseñado para ser utilizado por inversores particulares motivados por el impacto, permitiéndoles discriminar entre productos financieros en función de su potencial para generar impacto (por cada euro adicional invertido). Este proceso se realiza mediante dos pasos: evaluación del potencial de impacto del producto y evaluación de la implementación del potencial de impacto.

La evaluación del potencial del impacto se lleva a cabo siguiendo esta norma:

0	No permitir que las decisiones de inversión estén influenciadas por su impacto potencial
1	Permitir que las decisiones de inversión estén influenciadas por su impacto potencial <i>+ Participar activamente en el impacto</i> <i>+ Hacer crecer mercados desabastecidos</i> <i>+ Proporcionar capital flexible</i>
2	Permitir que las decisiones de inversión estén influenciadas por su impacto potencial + Participar activamente en el impacto <i>+ Hacer crecer mercados desabastecidos</i> <i>+ Proporcionar capital flexible</i>
3	Permitir que las decisiones de inversión estén influenciadas por su impacto potencial <i>+ Participar activamente en el impacto</i> + Hacer crecer mercados desabastecidos <i>+ Proporcionar capital flexible</i>
4	Permitir que las decisiones de inversión estén influenciadas por su impacto potencial + Participar activamente en el impacto + Hacer crecer mercados desabastecidos <i>+ Proporcionar capital flexible</i>
5	Permitir que las decisiones de inversión estén influenciadas por su impacto potencial <i>+ Participar activamente en el impacto</i> + Hacer crecer mercados desabastecidos + Proporcionar capital flexible
6	Permitir que las decisiones de inversión estén influenciadas por su impacto potencial + Participar activamente en el impacto + Hacer crecer mercados desabastecidos + Proporcionar capital flexible

Por otro lado, la valoración de la implementación del potencial de impacto se realiza a través de una rúbrica. La suma de puntos dependerá de la capacidad del producto de cumplir con el potencial asignado en el primer paso. El cálculo entonces se realiza de la siguiente manera:

$$\text{Puntuación de Implementación} = \frac{\text{Puntuación Obtenida}}{\text{Puntuación máxima posible para ese producto}}$$

Por último para hallar la puntuación final del producto, la *Impact Potential Score* tal y como la denominan, quedaría por multiplicar ambos factores entre sí. A cada puntuación se le designa una letra (entre 0 y 1, la F; entre 1 y 2, la E; y así sucesivamente), siendo A la mejor y G la que peor valoración de impacto recibe.

Anexo 3. Metodología de medición del impacto de las *5 Dimensiones del Impacto* del Impact Management Project

El Impact Management Project (IMP) es una iniciativa global que busca establecer un consenso sobre cómo medir y gestionar el impacto en inversiones. Una de sus contribuciones más significativas es la metodología de las 5 Dimensiones del Impacto, que proporciona un marco estandarizado para evaluar el impacto de proyectos y entidades.

El IMP identifica cinco dimensiones fundamentales que permiten a los inversores y empresas medir y gestionar su impacto. Estas dimensiones son:

¿Qué?	¿Qué resultado social o ambiental está ocurriendo en la población objetivo?	Resultados específicos que se desean lograr
¿Quién?	¿Quién experimenta el cambio?	Identifica a la población o grupo que se ve afectado por el impacto
¿Cuánto?	¿Cuánto cambio está ocurriendo?	Mide la magnitud del cambio
Contribución	¿Cómo contribuyen las actividades a los cambios observados?	Evalúa hasta qué punto el cambio puede ser atribuido a las actividades de la organización o inversor
Riesgo	¿Qué riesgo existe de que el impacto sea diferente de lo esperado?	Considera los riesgos que pueden afectar el logro de los resultados esperados