



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

EL PAPEL DE LA TEORÍA DEL CAMBIO EN LAS GESTORAS DE FONDOS DE CAPITAL DE IMPACTO EN ESPAÑA

Autor: Lara Maria Yeoman Currás
Director: Carlos Ballesteros García

MADRID | Junio 2025

ÍNDICE DE CONTENIDOS

<u>CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN</u>	6
1. PRESENTACIÓN DEL TEMA Y PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN	6
1.1. Objetivos generales del estudio	8
1.2. Objetivos específicos del estudio	8
2. METODOLOGÍA.....	8
3. ESTADO DE LA CUESTIÓN E INTERÉS	10
3.1. Justificación personal	10
3.2. Justificación socio-empresarial	11
3.3. Justificación académica	11
<u>CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO DE LA TEORÍA DEL CAMBIO</u>	14
4. EL CONCEPTO DE TEORÍA DEL CAMBIO	14
4.1. La teoría del cambio como marco operativo	15
4.2. La teoría del cambio como herramienta estratégica	16
5. FUNDAMENTOS Y PRINCIPIOS BÁSICOS DE LA TEORÍA DEL CAMBIO EN EL ÁMBITO DE LA INVERSIÓN DE IMPACTO	17
<u>CAPÍTULO III: ESTADO ACTUAL DE LA CUESTIÓN</u>	22
6. COMPARATIVA DE LA TDC EN FONDOS DE INVERSIÓN DE IMPACTO EN ESPAÑA.....	22
6.1. Diagnóstico del problema/contexto inicial	22
6.2. Inputs para lograr la TdC	23
6.3. Actividades y palancas de cambio	24
6.4. Output y outcomes	25
6.5. Transformación esperada e impacto	26
6.6. Indicadores y marco de medición	26
6.7. Periodicidad en la actualización de la TdC y transparencia	27

6.8. Participación de stakeholders en su elaboración.....	28
6.9. Adicionalidad y contribución a la inversión	29
6.10. Vinculación con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) y marcos internacionales.....	29

CAPÍTULO IV: RETOS Y OPORTUNIDADES IDENTIFICADOS POR LOS

<u>ACTORES.....</u>	<u>31</u>
7. DISEÑO DE LAS ENTREVISTAS.....	31
7.1. Perfil de las gestoras entrevistadas y criterios de selección.....	31
7.2. Diseño de los modelos de entrevista y temáticas abordadas.....	32
8. RESUMEN DE LOS HALLAZGOS CLAVE SOBRE LOS RETOS Y OPORTUNIDADES	33
9. COMPARACIÓN DE LAS PERCEPCIONES DE LOS ACTORES CON LOS DATOS OBTENIDOS EN LA FASE CUALITATIVA.....	37

CAPÍTULO V: CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE

<u>INVESTIGACIÓN</u>	<u>40</u>
10. CONCLUSIONES GENERALES DEL TRABAJO.....	40
11. LIMITACIONES DEL ESTUDIO.....	41
12. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN	42

CAPÍTULO VI: BIBLIOGRAFÍA Y ANEXOS.....

ANEXO I. DECLARACIÓN USO HERRAMIENTAS IA	44
ANEXO II. BIBLIOGRAFÍA.....	45
ANEXO III: BENCHMARK.....	49
ANEXO IV: TRANSCRIPCIÓN ENTREVISTAS	49

Resumen

La Teoría del Cambio se ha consolidado como una herramienta estratégica en la inversión de impacto, pero su aplicación práctica en el contexto español sigue siendo un fenómeno poco analizado. Este trabajo investiga cómo las principales gestoras del sector integran, estructuran y operativizan la TdC en sus modelos de inversión, centrándose en su capacidad para guiar decisiones, medir resultados y comunicar impacto.

A través de un análisis comparado de siete gestoras españolas con TdC pública — realizado mediante un benchmark estructurado en torno a dimensiones como la formalización de la cadena causal, la alineación con estándares, la presencia de supuestos o la conexión con indicadores— se identifican patrones de implementación heterogéneos. Aunque todas presentan modelos teóricos sólidos en términos conceptuales, pocas los actualizan periódicamente o los vinculan sistemáticamente con sus sistemas de seguimiento. La segunda parte del estudio incorpora entrevistas a representantes de dos gestoras, una con TdC pública a nivel grupo y otra con TdC a nivel vehículo de uso interno. Sus testimonios revelan tensiones reales entre teoría y práctica: falta de indicadores en las participadas que nutran la TdC, dificultad para traducir la TdC a herramientas operativas y escasa cultura de revisión adaptativa. Aun así, ambas coinciden en el valor potencial del marco para orientar el impacto y profesionalizar la toma de decisiones.

El estudio concluye que la Teoría del Cambio, aunque valorada como un marco orientador potente, todavía no alcanza todo su potencial como herramienta operativa en las gestoras españolas. Su uso sigue siendo en muchos casos declarativo más que transformador, limitado por la escasa sistematización de datos, la falta de procesos de revisión periódica y la desconexión entre el diseño teórico y la práctica. No obstante, su sola presencia genera una narrativa compartida que facilita la alineación estratégica, la coherencia interna y la comunicación con los inversores.

Palabras clave

Teoría del Cambio, inversión de impacto, fondos de capital de impacto, medición del impacto, estrategia de inversión, indicadores de impacto, benchmarking

Abstract

The Theory of Change has become a strategic tool in impact investing, yet its practical application in the Spanish context remains underexplored. This study investigates how leading Spanish asset managers integrate, structure, and operationalize ToC within their investment models, focusing on its ability to guide decision-making, measure outcomes, and communicate impact.

Through a comparative analysis of seven Spanish asset managers with publicly available ToCs—conducted via a structured benchmark across key dimensions such as the formalization of the causal chain, alignment with standards, presence of assumptions, and connection with indicators—the study identifies heterogeneous implementation patterns. While all present theoretically sound models, few update them regularly or systematically link them to monitoring systems. The second part of the study includes interviews with representatives from two asset managers: one with a public, group-level ToC, and another with internal, vehicle-level ToCs. Their insights reveal real tensions between theory and practice: lack of investee-level indicators to feed into the ToC, difficulty in translating the ToC into operational tools, and a limited culture of adaptive review. Nevertheless, both highlight the potential of the framework to guide impact and professionalize decision-making.

The study concludes that while the Theory of Change is valued as a powerful guiding framework, it has yet to reach its full potential as an operational tool among Spanish asset managers. Its use remains largely declarative rather than transformative, hindered by limited data systems, a lack of periodic review processes, and a disconnect between theoretical design and day-to-day practice. Nonetheless, its mere presence generates a shared narrative that facilitates strategic alignment, internal coherence, and communication with investors.

Key words

Theory of Change, impact investing, impact capital funds, impact measurement, investment strategy, impact indicators, benchmarking

CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN

1. PRESENTACIÓN DEL TEMA Y PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN

«Para cambiar el mundo, hemos de cambiar la forma en que hacemos negocios, empezando por dónde y cómo invertimos nuestro dinero» — Sir Ronald Cohen, 2024

La inversión de impacto, cuyos activos globales superan ya 1,57 billones USD (GIIN, 2024), se ha convertido en uno de los vectores de transformación más dinámicos del sistema financiero contemporáneo. Esta modalidad de inversión, que une la búsqueda de rentabilidad con la ambición explícita de generar valor social y medioambiental, evidencia un cambio profundo en la función de los mercados: el rendimiento ya no se mide únicamente en términos financieros, sino también por su capacidad de contribuir a la solución de retos colectivos. España no es ajena a esta tendencia. El volumen de capital de impacto gestionado en el país ascendió a 3.341 millones EUR en 2023, con un crecimiento interanual del 26 %; tras estas cifras se encuentran 45 inversores que operan 64 vehículos especializados, lo que ilustra tanto la consolidación del ecosistema como la diversidad de estrategias y perfiles (Adamkiewicz, 2024).

Según el informe de SpainNAB & Esade (2023), la oferta de capital de impacto se reparte entre inversión directa (1.517 M EUR) y financiación bancaria ética/cooperativa (1.741 M EUR). El dinamismo se concentra, sobre todo, en los fondos de capital privado de impacto, cuya cartera asciende a 1.151 M EUR (72 % de los activos de inversión) distribuidos en 30 vehículos; su patrimonio aumentó un 32 % en un solo ejercicio gracias a la creación de cinco nuevos fondos y al scaling-up de gestoras existentes. La base inversora se ha diversificado: 37 % del capital procede de fondos públicos (incluido el Fondo de Impacto Social de 400 M EUR gestionado por COFIDES), 30 % de grandes patrimonios (family offices) y 26 % de inversores institucionales (SpainNAB & Esade, 2024). En paralelo, las fundaciones han elevado de 17 a 27 vehículos su participación, aportando capital paciente y retornos medios del 0,4 %, lo que permite atender segmentos que precisan tickets reducidos y plazos de maduración extensos.

En este contexto de expansión, la Teoría del Cambio (TdC) funge como columna

vertebral del *due diligence* de impacto, articulando la cadena causal que enlaza inputs financieros con outcomes e impactos sistémicos. La GIIN la sitúa como primer paso de sus *Core Characteristics* de medición (GIIN, 2023) y, en el ámbito europeo, las Directrices ESMA sobre la denominación de fondos con términos ESG establecen un umbral del 80 % de activos alineados que refuerza la necesidad de estrategias de impacto robustas (ESMA, 2024). La literatura académica coincide: una TdC bien construida «mejora la comunicación del impacto, orienta la selección de indicadores y somete a escrutinio crítico la lógica del proyecto» (Cassetti & Paredes-Carbonell, 2020). Sin embargo, los estudios advierten de retos significativos: heterogeneidad metodológica, dificultad para capturar impactos sistémicos a largo plazo y riesgo de impact washing cuando las evidencias son débiles o las métricas poco comparables (Adamkiewicz, 2024).

Frente a este panorama, el presente Trabajo de Fin de Grado se propone desentrañar el papel que juega la TdC en las gestoras de fondos de capital de impacto en España, evaluando hasta qué punto contribuye a generar valor social verificable y a fortalecer la rendición de cuentas ante inversores y el resto de stakeholders. Por consiguiente, las preguntas de investigación planteadas son;

- ¿Qué papel juegan las Teorías del Cambio en los modelos de inversión de impacto y qué aprendizajes pueden derivarse de la comparación entre su uso en las gestoras de fondos de impacto en España) (análisis conceptual)
- ¿Cómo difieren las Teorías del Cambio implementadas por las principales gestoras de fondos de impacto en la definición y medición de sus resultados socioeconómicos y de impacto? (análisis comparado a través de un benchmark)
- ¿Cuáles son los principales retos y oportunidades que enfrentan las gestoras de fondos de impacto al integrar la Teoría del Cambio en sus estrategias de inversión y en sus marcos de medición? (evidencia empírica vía entrevistas)

Estas preguntas constituyen el eje vertebral del presente trabajo y guiarán tanto la revisión de la literatura como la metodología empírica que se desarrollará en los capítulos siguientes.

1.1. Objetivos generales del estudio

Para abordar estas preguntas, el trabajo establece un marco de objetivos que oriente tanto el diseño metodológico como el análisis de resultados. El objetivo general del trabajo es analizar el rol de la Teoría del Cambio en los modelos de inversión de impacto del sector financiero español, identificando las divergencias en su aplicación entre gestoras especializadas, así como los retos y oportunidades asociados a su integración en la estrategia y la medición del impacto.

1.2. Objetivos específicos del estudio

A partir del objetivo general, se han concretado los siguientes objetivos específicos;

- Comparar la formulación y aplicación de la TdC en distintas gestoras de fondos de impacto dentro de sus estrategias de inversión.
- Examinar cómo las principales gestoras implementan la TdC para definir y medir resultados socioeconómicos y de impacto.
- Identificar los retos y oportunidades que encuentran al integrar la TdC en sus procesos de inversión y financiación, mediante una encuesta a profesionales del sector.
- Determinar en qué medida la TdC actúa como herramienta estratégica eficaz para medir y gestionar impacto social de las inversiones en el sector financiero español.

2. METODOLOGÍA

Este Trabajo de Fin de Grado emplea una metodología mixta, con una combinación de análisis cualitativo y cuantitativo que permite abordar de forma integral el objeto de estudio: el papel que desempeña la Teoría del Cambio en las gestoras de fondos de impacto en España. La estrategia metodológica se articula en dos bloques: el primero centrado en el análisis comparado de casos; el segundo, en la obtención de datos empíricos a través de entrevistas a profesionales del sector.

Las dos primeras preguntas de investigación, relativas al papel de la TdC en los modelos de inversión de impacto y su implementación en gestoras de fondos de impacto, se

abordarán a través de una revisión exhaustiva de la literatura y un análisis de las Teorías del Cambio de estas organizaciones a través de un benchmark comparativo.

En primer lugar, se llevará a cabo una revisión sistemática de la literatura científica y técnica disponible en bases de datos académicas. Esta búsqueda, tanto en español como en inglés, se centrará en términos clave como “Teoría del Cambio”, “Teoría del Cambio en inversión de impacto” o “Teoría del Cambio en fondos de impacto”, y permitirá contextualizar teóricamente la investigación, así como identificar vacíos relevantes en la literatura respecto a la aplicación de la TdC en este ámbito.

Posteriormente, se realizará un análisis documental de casos tomando como base a algunas de las gestoras más representativas del ecosistema de inversión de impacto en España, conforme al estudio de inversión de impacto en España publicado por SpainCAP (2023). A través de la recopilación de documentos públicos (informes de impacto, memorias anuales, etc.), se examinará cómo estas organizaciones formulan sus Teorías del Cambio, de qué modo las integran en sus decisiones de inversión y cómo estructuran la relación entre los recursos movilizados, las actividades financiadas y los impactos generados. Finalmente, se desarrollará un ejercicio de benchmarking entre las gestoras seleccionadas. Este consistirá en la construcción de una matriz comparativa que permita identificar patrones comunes, divergencias significativas y buenas prácticas en el uso de la TdC.

Para abordar la tercera pregunta de investigación, relacionada con los retos y oportunidades que enfrentan las gestoras de fondos de impacto al integrar la Teoría del Cambio en sus estrategias de inversión, se realizarán entrevistas estructuradas con responsables de inversión y medición de impacto de gestoras colaboradoras de SpainCAP. Esta fase busca profundizar en la comprensión de los retos y oportunidades que enfrentan estas organizaciones al integrar —o no— la Teoría del Cambio en sus estrategias y procesos.

Dado que no todas las gestoras del ecosistema han adoptado formalmente este marco, se emplearán dos modelos diferenciados de entrevista, adaptados al perfil y experiencia de cada entidad. Para aquellas que ya han implementado una Teoría del Cambio, las entrevistas se orientarán a analizar el proceso de formulación, su utilidad estratégica, las

dificultades prácticas encontradas y su eficacia como herramienta de evaluación del impacto. En cambio, en el caso de aquellas entidades que aún no han adoptado este marco, se explorarán las razones de dicha ausencia, si han considerado su implementación en algún momento, y qué metodologías o marcos lógicos emplean actualmente como alternativa para orientar las inversiones y medir resultados.

El contenido de las entrevistas será analizado para identificar categorías emergentes, discursos recurrentes y diferencias de enfoque entre los distintos modelos. Esta aproximación cualitativa complementará el análisis documental previo y permitirá articular una visión más completa sobre el estado actual, la utilidad y las barreras reales o percibidas para la implementación de la Teoría del Cambio en el sector financiero de impacto en España.

3. ESTADO DE LA CUESTIÓN E INTERÉS

3.1. Justificación personal

Desde una perspectiva personal, mi experiencia durante las prácticas curriculares en la consultora estratégica de sostenibilidad Transcendent fue determinante para mi formación profesional y académica. Tuve la oportunidad de participar activamente en el desarrollo de una Teoría del Cambio, concebida como estrategia de inversión y como parte del marco de medición del impacto para el primer fondo de impacto social en España. Este proyecto se fundamentó en la identificación de los retos sociales y medioambientales más acuciantes del país, los cuales sirvieron de punto de partida para la formulación de la Teoría del Cambio y orientaron el sentido de las futuras inversiones del fondo.

A lo largo del proceso profundicé en las distintas actividades y modalidades de financiación vinculadas a este instrumento, y comprendí cómo un marco de medición riguroso traduce la Teoría del Cambio en acciones concretas capaces de generar el impacto perseguido. La experiencia —que integró la identificación de necesidades, la definición de criterios de selección de beneficiarios y la construcción del marco de medición— no solo enriqueció mi formación, sino que despertó en mí una profunda curiosidad por el potencial de las TdC como herramienta estratégica.

3.2. Justificación socio-empresarial

La inversión de impacto goza de un respaldo cada vez mayor entre los gestores de capital a escala mundial: La GIIN (2024) estima que más de 3.907 organizaciones gestionan actualmente 1,571 billones de USD en activos bajo gestión de inversión de impacto a nivel mundial, lo que representa una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) del 21% desde 2019. En España, esta tendencia se tradujo en una oferta de capital de impacto de 3.341 millones EUR en 2023, con un crecimiento interanual del 26 % y 64 vehículos gestionados por 45 actores (SpainNAB & Esade, 2024). El empuje institucional resulta igualmente notable. Por un lado, el Real Decreto-ley 4/2024 ha dotado con 400 millones EUR al Fondo de Impacto Social, fijando la medición rigurosa del impacto como condición para movilizar capital público-privado (Gobierno de España, 2024).

En paralelo, el Informe sobre “La inversión sostenible y responsable en España” (2022) elaborado por SpainSif y BBVA constata que la banca tradicional ha adoptado la integración de factores ASG como estrategia predominante de inversión sostenible. Sin embargo, a diferencia de las gestoras de impacto, estos fondos convencionales rara vez incorporan marcos formales como la Teoría del Cambio en su proceso de decisión. Esto plantea una cuestión crucial: ¿la escasa adopción de este marco responde a la falta de conocimiento sobre su aplicabilidad en el sector financiero, o bien existen barreras estructurales que dificultan su integración en la toma de decisiones?

Este vacío metodológico plantea interrogantes sobre la eficiencia con la que se distribuye el capital y sobre si la incorporación de enfoques estructurados como la Teoría del Cambio podría mejorar la alineación entre inversión y transformación social. Con base en esta evidencia, el presente estudio se propone explorar en qué medida la adopción de la TdC sigue siendo limitada en el sector financiero español y si su integración podría mejorar la alineación entre inversión e impacto social y medioambiental.

3.3. Justificación académica

A través de una revisión preliminar de la literatura académica mediante Google Scholar se evidencia una notable escasez de estudios que analicen el uso de la Teoría del Cambio en la distribución de capital dentro del sector financiero. En particular, realizando búsquedas

con términos como “Teoría del Cambio”, “Teoría del Cambio en fondos” y “Teoría del Cambio impacto”, se han obtenido resultados que, si bien abordan la aplicación de este marco en distintos ámbitos, no profundizan en su implementación como herramienta estratégica en general, ni específicamente, en la asignación de recursos dentro de gestoras de fondos de impacto y el sector financiero en general. La misma dinámica se confirma al repetir la pesquisa en inglés: con las expresiones “Theory of Change”, “Theory of Change funds” y “Theory of Change and impact investing / finance” aparecen principalmente artículos sobre evaluación de programas de cooperación, Social Impact Bonds y marco lógico en organizaciones del tercer sector. Solo referencias puntuales, por ejemplo, el marco conceptual de Ebrahim & Rangan (2014) o un *working paper* del IFC (2021), mencionan la TdC aplicada a la inversión de impacto, pero sin detallar su uso operativo.

Entre los estudios identificados, se encuentra un informe de investigación sobre la integración de la Teoría del Cambio en el ámbito agroalimentario europeo, centrado en la formulación de políticas basadas en evidencia empírica para abordar desafíos en la sostenibilidad del sector agrícola (Collazos, 2021). Asimismo, un artículo publicado en Dialnet analiza la aplicación de este marco metodológico en proyectos de intervención social, destacando su utilidad para la evaluación de impacto en iniciativas comunitarias (Mejía-Trejo & Aguilar-Navarro, 2022). De manera similar, otro estudio publicado en SciELO explora su uso en programas de salud pública, subrayando la capacidad de la Teoría del Cambio para estructurar intervenciones con objetivos medibles y resultados a largo plazo (Egea-Ronda, 2022).

Por otro lado, en la búsqueda “Teoría del Cambio impacto”, se identificó un artículo en la revista Encontexto, que examina la relación entre este enfoque y la generación de valor en proyectos de desarrollo, aunque sin abordar específicamente su aplicación en el ámbito financiero (Restrepo Carvajal, 2022).

El análisis de estas fuentes pone de manifiesto que, si bien la Teoría del Cambio ha sido ampliamente adoptada en sectores como la planificación de políticas públicas, la salud y el desarrollo social, existe una carencia de estudios que analicen su papel en la toma de decisiones estratégicas dentro del sector financiero. Esta laguna en la literatura justifica la necesidad de este estudio, ya que permite explorar un área aún no suficientemente

investigada: el potencial de la Teoría del Cambio como herramienta para la distribución eficiente del capital en gestoras de fondos de impacto.

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO DE LA TEORÍA DEL CAMBIO

4. EL CONCEPTO DE TEORÍA DEL CAMBIO

A grandes rasgos, una TdC es la articulación explícita de cómo y por qué se piensa que las actividades de un programa o política conducirán a determinados resultados y efectos. Este enfoque, originado en la década de 1990 a partir de la evaluación basada en teorías programáticas, fue propuesto por autores pioneros como H. Chen y P. Rossi o Carol Weiss, con el fin de “abrir la caja negra” de las intervenciones sociales y entender sus mecanismos causales (Cassetti & Paredes-Carbonell, 2020).

La TdC es, por lo tanto, un enfoque de pensamiento-acción diseñado para navegar en la complejidad de los procesos de transformación social. Según Retolaza (2009), más que una herramienta técnica, la TdC debe entenderse como una forma de mirar el cambio, una lógica que parte del análisis colectivo y crítico de una realidad determinada, y que permite proyectar de forma estratégica las acciones necesarias para transformarla. Este enfoque pone énfasis en la dimensión política del cambio, entendida como la capacidad de los actores involucrados para disputar significados, identificar relaciones de poder y promover nuevas formas de articulación entre fines y medios.

Desde esta perspectiva, una Teoría del Cambio no es simplemente un diagrama de objetivos conectados mediante flechas, sino una construcción reflexiva que explicita de manera transparente cómo, por qué y en qué condiciones se espera que una intervención contribuya a alcanzar un cambio deseado. Para Retolaza (2009), este ejercicio implica necesariamente tres niveles de reflexión: el análisis de la situación inicial, la formulación de una visión compartida del cambio y la identificación de las estrategias necesarias para transitar entre ambos puntos. Esta lógica busca trascender la planificación instrumental, incorporando dimensiones como los valores, los conflictos y la participación de los actores implicados.

En la misma línea, la organización internacional Hivos (2015) plantea que la Teoría del Cambio es tanto una herramienta como un proceso que fortalece la calidad del pensamiento estratégico en contextos complejos. Su utilidad radica en su capacidad para generar una narrativa compartida entre los diferentes actores de una intervención, mejorando así la coherencia interna, la adaptabilidad y la rendición de cuentas. Hivos

recalca la idea anteriormente mencionada, de que el uso de la TdC permite “abrir la caja negra” del cambio, al hacer visibles los supuestos que normalmente permanecen implícitos y al establecer una base más robusta para el aprendizaje organizacional.

4.1. La teoría del cambio como marco operativo

La Teoría del Cambio no solo constituye un marco conceptual para explicar cómo se produce el cambio social, sino que también funciona como una herramienta operativa clave para planificar, gestionar y evaluar intervenciones. Su valor como marco operativo radica en su capacidad para ordenar los elementos de una estrategia de cambio dentro de una lógica causal coherente, que vincula los medios disponibles con los fines deseados de manera explícita y verificable. En este sentido, la TdC orienta la acción práctica de actores públicos, privados y sociales, permitiendo traducir una visión transformadora en una secuencia estructurada de decisiones y actividades.

En términos metodológicos, una TdC bien construida se articula mediante una cadena lógica de componentes secuenciales. Según Clark y Taplin (2012), los insumos (inputs) comprenden todos aquellos recursos financieros, humanos, técnicos o institucionales que se movilizan para iniciar una intervención. A partir de ellos se ejecutan una serie de actividades, entendidas como las acciones operativas necesarias para transformar dichos recursos en productos o servicios. Estas actividades generan resultados inmediatos (outputs), que constituyen los efectos directos, medibles y observables a corto plazo. Posteriormente, se alcanzan los resultados intermedios (outcomes), asociados a cambios significativos en capacidades, conductas o condiciones de vida de los grupos objetivo. Finalmente, el proceso aspira a lograr un impacto estructural y duradero, que represente una mejora sustantiva en la situación social o ambiental que dio origen a la intervención.

Este encadenamiento lógico, sin embargo, no debe entenderse como un sistema lineal o determinista. La TdC requiere una lectura sistémica y contextualizada, capaz de adaptarse a entornos complejos, de identificar condiciones habilitantes y de integrar múltiples niveles de influencia (PM4NGOs, 2017). El carácter operativo de la TdC permite explicitar de manera clara los supuestos críticos (esto es, aquellas creencias o hipótesis sobre el funcionamiento del contexto que sustentan la lógica de intervención) y contrastarlos empíricamente a lo largo del proceso. Esta capacidad para confrontar la

teoría con la práctica convierte a la TdC en una herramienta útil no solo para la rendición de cuentas, sino también para el aprendizaje institucional y la mejora continua.

4.2. La teoría del cambio como herramienta estratégica

La TdC ha demostrado ser de utilidad generalizada en la planificación estratégica y la evaluación de intervenciones complejas en contextos públicos, internacionales y del tercer sector. De acuerdo con revisiones de la literatura, no existe una definición única de TdC, pero comúnmente se entiende como una explicación de cómo y por qué una intervención logrará generar un cambio específico (Stein & Valters, 2012). Su propósito abarca múltiples dimensiones que inevitablemente se superponen: sirve para la planificación estratégica (delinear la lógica de un programa), la descripción narrativa de la intervención, el monitoreo y evaluación orientados por la teoría, y el aprendizaje organizacional.

En el ámbito de las políticas públicas y el desarrollo internacional, organismos de desarrollo y agencias gubernamentales utilizan la TdC para mejorar la coherencia de sus intervenciones con los objetivos perseguidos y para visualizar la lógica causal que conecta sus iniciativas con impactos sostenibles. La TdC profundiza en las hipótesis causales que enlazan esos eslabones, explicitando por qué y cómo ciertas acciones producirán los cambios esperados (Aquilino et al., 2019). En el ámbito estratégico de una organización, aplicar la Teoría del Cambio implica reconocer y coordinar múltiples niveles de intervención que están interconectados. No se trata solo de planificar los objetivos de un proyecto específico, sino de asegurarse de que estén alineados con la estrategia general de la organización.

Una TdC bien diseñada debe considerar tanto los cambios a nivel individual, como los relacionales (por ejemplo, colaboración entre actores sociales) y los estructurales (como reformas legales, mejoras en servicios básicos y los cambios en el ecosistema) (Stein & Valters, 2012). En la práctica, muchas organizaciones elaboran sus TdC en forma de mapas conceptuales o diagramas de flujo causales que identifican los distintos componentes del programa y sus relaciones. Este proceso de construcción suele llevarse a cabo mediante talleres participativos con involucramiento de equipos técnicos, beneficiarios y otros actores clave, de modo que se capturen diversas perspectivas sobre por qué y cómo la intervención podría funcionar. La dimensión participativa es

fundamental: no solo aumenta la calidad de la planificación (al integrar conocimientos locales y distintos puntos de vista), sino que refuerza la apropiación y comprensión compartida del proyecto entre los stakeholders. Asimismo, en evaluaciones posteriores, contar con una TdC bien definida permite al evaluador enfocar su análisis en comprobar las hipótesis planteadas (¿se dieron los pasos intermedios esperados?, ¿fueron válidas las suposiciones contextuales?) y entender las razones detrás del éxito o fracaso de la intervención (Cassetti & Paredes-Carbonell, 2020).

5. FUNDAMENTOS Y PRINCIPIOS BÁSICOS DE LA TEORÍA DEL CAMBIO EN EL ÁMBITO DE LA INVERSIÓN DE IMPACTO

La inversión de impacto se refiere a las inversiones realizadas con la intención explícita de generar, además de un retorno financiero, impactos sociales y ambientales positivos y medibles. Según el manual de inversión de impacto desarrollado por Rockefeller Philanthropy advisors (2023), la TdC cumple siete funciones estratégicas esenciales en el ciclo de inversión:

A. Narrativa de impacto y tesis causal

En España, el Código de Buenas Prácticas de la Inversión de Impacto desarrollado por SpainNab destaca que la TdC permite al inversor articular claramente su narrativa de impacto –es decir, la tesis de cómo sus inversiones contribuirán a un cambio social o ambiental– y comprobar de forma continua si se está logrando el impacto deseado y cómo está ocurriendo dicho cambio. Es una herramienta muy utilizada y recomendada por los inversores de impacto (tanto nacionales como internacionales) para expresar su intencionalidad y guiar su estrategia de inversión (SpainNAB, 2024). Es considerada una buena práctica por organismos y redes especializadas (por ejemplo, la Global Impact Investing Network recomienda desarrollar una teoría de cambio como parte de las “mejores prácticas” del inversionista de impacto (GIIN, 2025).

B. Participación de los actores clave en la elaboración de la TdC

Para un fondo de impacto, implicar a todos los stakeholders (gestores, emprendedores sociales, beneficiarios y co-inversores) en talleres de co-creación garantiza que la TdC incorpore perspectivas diversas y conocimiento local, generando consenso sobre las rutas

de cambio y un compromiso real con la estrategia (Mejía-Trejo & Aguilar-Navarro, 2022). Esto fortalece la gobernanza del fondo y mejora la alineación interna entre los distintos equipos y comités de inversión.

C. Orientación en la toma de decisiones y asignación de capital

Una TdC bien definida actúa como brújula para el inversor de impacto al clarificar qué cambios se quieren lograr y mediante qué vías. Antes de construir un portfolio, los gestores suelen guiar a sus clientes (fondos, family offices, fundaciones, etc.) a través del desarrollo de su teoría de cambio, asegurando que las inversiones propuestas tengan una lógica clara de contribución al impacto. Esto significa pasar de enunciados genéricos (“temas” amplios como pobreza o cambio climático) a acciones e hipótesis concretas sobre cómo ciertas inversiones inducirán resultados específicos (por ejemplo, financiar emprendimientos de inclusión financiera porque eso incrementará el acceso de poblaciones vulnerables a servicios y así mitigará la pobreza).

Al explicitar dichas relaciones causales ex ante, la TdC orienta las decisiones de asignación de capital hacia aquellas oportunidades de inversión que encajan con la lógica de cambio deseada, descartando opciones que no contribuyen claramente a los objetivos de impacto. Además, funciona como una herramienta de comunicación interna y externa: ayuda a que el propio inversor, su equipo, sus socios y stakeholders compartan la misma visión de lo que se pretende lograr y por qué, alineando expectativas y criterios de decisión desde el inicio. Esto es especialmente valioso en fondos de impacto con múltiples participantes, donde una TdC explícita facilita consenso sobre la estrategia y criterios de inversión.

D. Definir prioridades de inversión y áreas de enfoque

El proceso de elaborar una TdC fuerza al inversor a priorizar qué resultados e impactos son más importantes y a identificar las condiciones necesarias para lograrlos. Al profundizar en los resultados específicos que se buscan, la TdC ayuda a distinguir cuáles son las vías críticas de cambio y, por tanto, qué sectores, poblaciones o modelos de negocio merecen mayor atención en la cartera. Por ejemplo, un fondo puede concluir, a través de su TdC, que para lograr impacto en educación debe focalizar sus inversiones en soluciones de tecnología educativa y en capacitación docente, porque ambos resultados

intermedios son esenciales en su secuencia de cambio hacia la mejora de aprendizajes. Esta claridad orienta la selección de inversiones en esas áreas prioritarias, evitando la dispersión. Asimismo, la TdC permite detectar vacíos y supuestos que requieren validación: si al trazar la cadena de cambio el inversor advierte que cierta hipótesis carece de evidencia (por ej., asumir que el acceso al microcrédito por sí solo sacará a la gente de la pobreza), entonces esa área se vuelve una prioridad para investigar más a fondo o recopilar datos antes de invertir agresivamente (Stein & Valters, 2012).

En este sentido, la TdC impulsa una gestión basada en el conocimiento: señala dónde hay incertidumbres que deberán monitorearse o experimentarse (invitando quizá a inversiones piloto o estudios previos) y dónde están las palancas con mayor respaldo empírico. Este enfoque disciplinado mejora la coherencia del portafolio, ya que las inversiones elegidas responden a una lógica común y a objetivos de impacto bien definidos en lugar de a oportunidades aisladas. Como resumió Edward Jackson (2013) tras revisar casos del sector, incorporar la teoría de cambio en la inversión de impacto ha permitido operar con mayor enfoque en lo que realmente importa, alineando las estrategias de los fondos con resultados verificables y evitando una dispersión de esfuerzos.

E. Alinear el capital y la gestión del portafolio con los resultados socioambientales

Una vez formulada, la TdC se convierte en un marco rector para la gestión y evaluación de las inversiones, asegurando que el despliegue del capital permanezca orientado hacia los impactos previstos. En la práctica, los inversores de impacto utilizan la TdC para diseñar la composición de sus portafolios: por ejemplo, determinan la mezcla de instrumentos financieros, sectores e iniciativas que conjuntamente maximizarán las probabilidades de alcanzar los resultados clave descritos en la teoría. Un caso ilustrativo es el de fondos que trabajan a nivel de portafolio temático: su TdC puede revelar que, para lograr el impacto ambiental deseado (por ejemplo, reducción de emisiones), es necesario invertir no solo en energía renovable sino también en innovación de almacenamiento y en reforestación; así, alinean una porción de capital a cada ruta de cambio identificada.

Además, la TdC sirve de base para establecer indicadores de desempeño e impacto alineados con la lógica del cambio: desde el inicio, define qué métricas de resultados

inmediatos y finales habría que monitorear para verificar si la teoría se cumple. Por ejemplo, si la TdC de un fondo sugiere que el aumento de ingresos familiares es un paso intermedio crucial para lograr su objetivo de reducción de pobreza, dicho fondo incorporará indicadores de incremento de ingresos en su monitoreo, vinculándolos a los aportes de sus inversiones. Así, la gestión del desempeño financiero y social del portfolio se realiza en función de la teoría de cambio trazada. En términos operativos, la TdC también informa el proceso de due diligence de impacto: antes de invertir en una empresa social o proyecto, los inversores evalúan si la teoría de cambio de esa oportunidad (implícita o explícita) encaja con la suya propia y si los supuestos son plausibles. Esto garantiza una alineación entre el capital ofrecido y la capacidad real de la inversión para generar los resultados deseados, reforzando la intencionalidad y la responsabilidad en la gestión de impacto.

F. Vinculación con la medición de resultados y la rendición de cuentas

La TdC facilita la rendición de cuentas tanto a nivel interno (frente a comités de inversión o patronatos que quieren saber cómo las inversiones están logrando cambios) como externo (hacia beneficiarios, reguladores o el público que exige evidencia de los impactos) (GIIN, 2024). Al servir de hilo conductor entre los recursos invertidos y los cambios obtenidos, permite comunicar de forma transparente la contribución del capital a resultados socioambientales, fortaleciendo la credibilidad del inversionista de impacto. Los indicadores clave de desempeño han de derivarse de los resultados críticos identificados en la teoría, para verificar si la realidad va siguiendo la ruta prevista. Asimismo, al comunicar los logros, referirlos al marco de la TdC aporta transparencia: se puede demostrar qué partes de la cadena de resultados se cumplieron y cuáles no, fomentando una rendición de cuentas más narrativa y explicativa y no meramente numérica.

G. Iteración, monitoreo y aprendizaje continuo

La TdC debe revisarse periódicamente a la luz del monitoreo de indicadores (ventas de empresas sociales, reducciones de emisiones, empleo generado). Cuando los resultados intermedios divergen de lo esperado, el fondo ajusta su teoría y su cartera—por ejemplo,

reasignando capital a proyectos con mayor evidencia de efectividad—convertida en una herramienta de gestión adaptativa (Valters, 2015).

En definitiva, los fundamentos y principios de la Teoría del Cambio en la inversión de impacto no son un conjunto de pasos estáticos, sino un marco estratégico dinámico que alinea la visión de impacto con la gestión operativa del capital, reforzando la coherencia, la transparencia y la efectividad de las inversiones.

CAPÍTULO III: ESTADO ACTUAL DE LA CUESTIÓN

¿Cómo difieren las Teorías del Cambio implementadas por las principales gestoras de fondos de impacto en la definición y medición de sus resultados socioeconómicos y de impacto?

6. COMPARATIVA DE LA TDC EN FONDOS DE INVERSIÓN DE IMPACTO EN ESPAÑA

A continuación, se presenta un análisis comparativo de las Teorías del Cambio (TdC) de siete gestoras españolas de fondos de impacto –Bolsa Social, GAWA Capital, Global Social Impact (GSI), Creas, Seed Capital Bizkaia (SCB), Ship2B y Zubi Capital– identificadas en el estudio de inversión de impacto en España publicado por SpainCAP (2023). Este análisis parte de un benchmark elaborado previamente (Ver Anexo I) y se estructura en torno a diez dimensiones temáticas: las cinco primeras abordan la estructura formal de sus TdC, mientras que las cinco restantes se centran en aspectos clave como el establecimiento de KPIs y el marco metodológico de medición del impacto; la periodicidad de actualización y transparencia corporativa de la TdC; la participación de stakeholders (emprendedores, beneficiarios, inversores y expertos) en su diseño y evaluación; la adicionalidad y contribución de la inversión para asegurar un cambio que no se produciría sin ella; y, por último, su vinculación con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) y otros estándares internacionales relevantes.

6.1. Diagnóstico del problema/contexto inicial

¿Identifican causas estructurales? ¿Dirigen su TdC hacia un público objetivo/beneficiarios determinados? Todas las gestoras parten de la identificación de retos sociales y ambientales, pero difieren en su nivel de focalización. Por un lado, GAWA Capital y Global Social Impact (GSI) concentran su teoría del cambio en la reducción de la pobreza y la inclusión de comunidades vulnerables a nivel global. En su narrativa, abordan problemas de desarrollo socioeconómico muy concretos (p.ej. pequeños agricultores sin acceso a crédito) con un énfasis internacional (GSI, s.f) (GAWA Capital, 2024). En cambio, Bolsa Social y Creas formulan el problema de forma más amplia y multisectorial: hablan de “desafíos sociales desatendidos” o “grandes retos

sociales” en ámbitos diversos (educación, salud, medio ambiente, etc.) dentro del contexto español (Bolsa Social, 2022) (Creas 2021). Ship2B y Zubi Group también abarcan múltiples problemáticas; su discurso se centra en impulsar un nuevo modelo económico (la “economía de impacto”) capaz de dar solución empresarial a cualquier reto social o ambiental relevante (Foundation Ship2B, 2023) (Zubi Group, 2022).

Cabe destacar que Seed Capital Bizkaia (SCB, 2020) define su problema en términos territoriales: la necesidad de fortalecer el ecosistema de impacto local en Bizkaia para un crecimiento inclusivo en la región. Por tanto, algunas gestoras tienen un foco temático/geográfico definido (pobreza global en GAWA, desarrollo local en SCB) mientras otras trabajan problemas más diversos bajo un paraguas general de impacto.

En cuanto al público objetivo, todas coinciden en un doble nivel: las empresas invertidas (startups o pymes de impacto) por un lado, y los beneficiarios finales de dichas empresas por otro. La diferencia está en cómo describen a esos beneficiarios. GAWA y GSI especifican claramente que se dirigen a comunidades de bajos ingresos en países en desarrollo, pequeños agricultores, microemprendedores, etc., mostrando un perfil socioeconómico concreto.

SCB y Bolsa Social, trabajando en contextos locales, mencionan beneficiarios amplios (personas atendidas en cuidados, estudiantes formados, usuarios de economía circular, etc.), usualmente cuantificados en sus informes. Creas, Ship2B y Zubi engloban diversos grupos vulnerables según el sector de cada empresa, priorizando la intencionalidad de las soluciones más que un colectivo específico; por ejemplo, Creas habla de mejorar la vida en cuatro áreas (lo que involucra distintos colectivos objetivo). Una buena práctica común es que todas las gestoras analizan explícitamente el colectivo beneficiado al diseñar su TdC, garantizando así que esta esté centrada en las personas o el entorno que se quiere transformar.

6.2. Inputs para lograr la TdC

En cuanto a los inputs, todas las gestoras parten del capital como recurso esencial, pero cada una lo complementa con activos diferenciales que condicionan la profundidad y alcance de su modelo de impacto. Bolsa Social suma a la inyección de equity un equipo interno de analistas especializados, metodologías IRIS+ y EVPA/IMP, y una validación

externa de EQA que refuerza la credibilidad de sus datos. GAWA Capital y Global Social Impact incorporan estructuras de *blended finance* (fondos de equity y deuda, incluidos tramos subordinados de la UE) y alianzas con ONGs locales y consultoras de desarrollo, dotando a sus inversiones de apoyos técnicos y redes de coinversión institucional. Creas aporta marcos sectoriales españoles (SpainNAB, estándares BCorp) y acceso a una red de corporaciones e inversores interesados en cofinanciar soluciones, junto con servicios de *mentoring* basados en EVPA/IMP.

Seed Capital Bizkaia combina capital público-privado a través del Fondo FEIS con vínculos directos al gobierno foral y centros académicos que garantizan un enfoque territorial y colaborativo. Por su parte, Ship2B añade programas de aceleración, una comunidad de más de 400 inversores y una plataforma formativa (Ship2B Academy), transformando el capital en acompañamiento intensivo. Finalmente, Zubi Group se distingue por su modelo de *venture building* interno (Zubi Labs), que aporta no solo recursos financieros, sino también capacidades de creación de empresas, herramientas propias de SROI y medición de carbono, y una red de expertos académicos, permitiendo que sus insumos impulsen proyectos desde la concepción hasta la validación de impacto.

6.3. Actividades y palancas de cambio

Todas las gestoras emplean la inversión de capital como actividad principal, complementada con otras palancas según su modelo. Es común la incorporación de la Teoría del Cambio como herramienta de gestión: varias entidades (Bolsa Social, GSI, Creas, Ship2B, Zubi) mencionan que trabajan con cada participada para definir su propia teoría del cambio y el plan de impacto asociado. Esto refleja una buena práctica de involucrar a las empresas desde el inicio en la lógica de impacto.

En cuanto a diferencias, GAWA y GSI añaden la asistencia técnica especializada en sus actividades (por ejemplo, GAWA con fondos *blended finance* como Huruma brinda formación y soporte a instituciones microfinancieras, y GSI acompaña a las empresas en mejorar su impacto con un “cuadro de indicadores”). Creas y Bolsa Social enfatizan el acompañamiento estratégico: ambas integran el impacto en la toma de decisiones empresariales, participando en consejos, asesorando en estrategias y facilitando conexiones con otros actores. SCB como actor público-privado también realiza labores

de sensibilización (eventos, visibilidad) para potenciar el ecosistema, algo menos presente en otras gestoras más centradas en la inversión pura.

Ship2B combina inversión con aceleración y networking: tiene programas pre-inversión (venture philanthropy, incubación) y una red de coinversores que actúa como palanca para escalar el impacto de las startups. Por último, Zubi Group emplea una palanca singular: el venture building propio (ellos mismos co-crean empresas desde cero detectando retos) lo que va más allá de financiar proyectos existentes. Esta aproximación proactiva de Zubi (identificar un problema y montar la solución) es una diferencia notable frente a las demás, que principalmente seleccionan entre soluciones presentadas por emprendedores.

6.4. Output y outcomes

Todas las teorías del cambio muestran una cadena lógica de resultados desde outputs inmediatos hasta impactos finales, aunque el nivel de detalle comunicado varía. En los outputs a corto plazo, es habitual reportar métricas operativas: número de inversiones realizadas, dinero invertido, empleos creados en las empresas, etc. Aquí se notan diferencias en escala: GAWA maneja volúmenes grandes (más de €200 millones movilizados, 750k familias impactadas históricamente), mientras SCB, centrado en Bizkaia, reporta outputs más modestos (€1,8M invertidos, 11 empresas) pero relevantes para su contexto. Ship2B y Zubi, que combinan múltiples vehículos y programas, destacan outputs acumulados (ej. >230 startups apoyadas en Ship2B, más de 100M€ movilizados en Zubi).

En resultados a medio plazo (outcomes), se observa que todas las gestoras buscan medir cambios en los beneficiarios o en las empresas: aumento de ingresos de usuarios, acceso a servicios, crecimiento de las empresas sociales, etc. GSI presenta quizás el modelo más estructurado en este sentido, separando claramente outcomes “a medio plazo” (p.ej. ingresos, comunidades fortalecidas, empresas más profesionales) y “a largo plazo” (autonomía, ecosistema desarrollado) en su TdC. SCB también articula outcomes intermedios específicos como la retención de talento en la región o la mejora de gestión con enfoque de género en sus participadas. Bolsa Social y Creas, aunque miden outcomes, tienden a comunicarlos a través de casos por empresa (ejemplos de personas beneficiadas, historias de éxito) más que en un listado común, debido a la heterogeneidad de sus

carteras. Un punto común a varias es la aspiración de impacto sistémico a largo plazo: por ejemplo, Bolsa Social quiere actuar como “catalizador” que cambie la manera de invertir en España; Creas habla de un “efecto multiplicador” en el ecosistema inversor; Ship2B busca acelerar la llegada de una “nueva economía” del impacto; Zubi apunta a transformar sectores completos con sus soluciones. Esta orientación a largo plazo, refleja que las teorías del cambio no se quedan en outputs inmediatos, sino que proyectan una visión de transformación social amplia compartida por todas las gestoras.

6.5. Transformación esperada e impacto

Las siete organizaciones comparten la visión de lograr un impacto positivo medible junto con retornos financieros, pero expresan sus objetivos de cambio con matices propios. GAWA Capital y GSI articulan su objetivo último en términos de mejorar las condiciones de vida (ingresos, resiliencia, autonomía) de poblaciones vulnerables y reducir la pobreza de forma transformadora. Por su parte, Bolsa Social y Creas enmarcan el objetivo de cambio como fomentar un nuevo modelo de empresa/finanzas que construya una sociedad más sostenible y justa, sirviendo de catalizador o ejemplo para el sector privado. En el caso de SCB, el objetivo de cambio combina el impacto directo (valor para personas y medioambiente en Bizkaia) con el fortalecimiento de la comunidad de impacto local a largo plazo. Ship2B y Zubi Group formulan aspiraciones de cambio amplias y sistémicas: Ship2B busca demostrar que es posible alinear rentabilidad económica con creación de valor social en el tejido empresarial, y Zubi pretende “un futuro mejor” resolviendo retos que otros no han resuelto, cambiando el paradigma emprendedor e inversor hacia el triple impacto. En síntesis, todas las teorías del cambio persiguen impactos duraderos (reducción de pobreza, comunidades más autónomas, ecosistemas fortalecidos) y coinciden en que las inversiones deben actuar como palanca para un cambio que va más allá del proyecto inmediato.

6.6. Indicadores y marco de medición

Todas las entidades hacen uso de indicadores cuantitativos para monitorear su teoría del cambio, evidenciando un grado de profesionalización alto en la medición de impacto. Una similitud clara es el recurso a estándares internacionales: varias mencionan utilizar el catálogo IRIS+ del GIIN para seleccionar métricas (Bolsa Social, GSI, GAWA, Creas).

Asimismo, casi todas referencian de alguna forma el marco del Impact Management Project (IMP): Bolsa Social e GSI lo usan para evaluar dimensiones de impacto y riesgo, Creas y GAWA para enfatizar la contribución/intencionalidad, denotando que existe un lenguaje común en el sector de inversión de impacto en España.

Como buena práctica sobresale la integración de la Teoría del Cambio con un cuadro de indicadores: GSI, por ejemplo, elabora con cada inversión un dashboard con baseline y metas anuales, y Ship2B menciona que la TdC “constituye el grueso de su propuesta de valor” y se acompaña de un dashboard de métricas para gestionar el impacto día a día. Este enfoque data-driven es compartido por las demás (SCB recoge indicadores prioritarios de la TdC, Creas define KPIs desde el due diligence, etc.).

6.7. Periodicidad en la actualización de la TdC y transparencia

Uno de los elementos menos abordados en TdC analizadas es su periodicidad de actualización. A pesar de que la inversión de impacto se caracteriza por una lógica de aprendizaje constante y adaptación a cambios contextuales, ninguna de las siete gestoras revisadas en el benchmark proporciona información explícita sobre la frecuencia con la que revisan o actualizan sus TdC. Tampoco se identifican mecanismos establecidos para incorporar retroalimentación o modificar la lógica causal en función de los resultados obtenidos.

En cuanto al nivel de transparencia, hay diferencias notables entre las gestoras respecto a los canales de publicación y comunicación de sus TdC: GSI Y GAWA presentan su Teoría del Cambio de manera accesible en su página web oficial, a través de una sección específica, clara y visualmente estructurada. Esta es una de las pocas entidades que explicita la lógica de intervención en un entorno público digital fácilmente localizable. Bolsa Social incluye una descripción detallada de su TdC en una presentación corporativa disponible online, dentro de su sección de transparencia. Se trata de un documento estático en PDF, que no hace referencia a actualizaciones periódicas.

En cuanto a Creas, Su TdC aparece en el informe de impacto 2019, disponible públicamente. No se han localizado versiones más recientes ni información sobre posibles revisiones o adaptaciones posteriores. Este caso es representativo de modelos donde la TdC se concibe como un documento fundacional, sin trazabilidad de su evolución en el

tiempo. Seed Capital Bizkaia publica su Teoría del Cambio en el informe de impacto 2020. De nuevo, no se indica si esta ha sido actualizada posteriormente, y no figura ninguna sección dedicada a la revisión de hipótesis o a la incorporación de aprendizajes.

Por otro lado, Zubi Capital presenta su TdC general a nivel grupo en su web oficial, y añade resultados/outcomes específicos por vehículo de inversión en su informe de impacto 2021. Aunque la información está estructurada y es de alta calidad, no se indica si la Teoría ha sido revisada, ni existen documentos que hagan seguimiento de su evolución.

6.8. Participación de stakeholders en su elaboración

En el diseño y evaluación de la teoría del cambio, la mayoría de las gestoras involucran a los emprendedores/invertidas de manera activa. Esto se ve claramente en Bolsa Social, GSI, Creas, Ship2B, Zubi, que indican que la TdC y los indicadores se definen en colaboración con las empresas participadas. Es un consenso del sector que la co-creación con el beneficiario o implementador mejora la pertinencia de la intervención. Algunas van más allá: GAWA involucra a actores locales (ONGs, socios técnicos) en fondos como Huruma para asegurarse de comprender el contexto de los beneficiarios rurales. SCB al ser un vehículo con componente público, consideró a autoridades y agentes locales en su concepción estratégica, integrando prioridades territoriales en su TdC. Además, varias gestoras recogen feedback de beneficiarios finales indirectamente: GSI y Creas mencionan encuestas o indicadores de resultados en las comunidades, Ship2B y Zubi facilitan que las startups hablen con sus usuarios para medir resultados.

Cabe resaltar la importancia dada a la intencionalidad y cultura de impacto interna: Ship2B afirma llevar la TdC “tatuada” en la organización, lo que refleja que todos los miembros (staff, emprendedores, mentores) comprenden y comparten ese marco lógico. Del mismo modo, Zubi organiza sesiones internas para profundizar en cómo definir impacto y asegura que todos sus equipos estén alineados con la misión (su Head of Impact conduce formaciones internas, etc., según comunicaciones en redes). En resumen, las teorías del cambio no se imponen top-down, sino que se construyen participativamente, lo cual es fundamental para su eficacia.

6.9. Adicionalidad y contribución a la inversión

Todas las gestoras buscan justificar que su intervención produce un impacto extra que no ocurriría sin ella (adicionalidad). Sin embargo, solo algunas lo explicitan metodológicamente. Bolsa Social lo menciona directamente en su enfoque (siguiendo el IMP, se preguntan si el cambio hubiera ocurrido de todas formas). GAWA y GSI se posicionan firmemente en el nivel de “Contribuir” del espectro de impacto, es decir, apuntan a soluciones transformadoras y no meramente incrementales. GAWA ejemplifica adicionalidad en la estructuración de Huruma, donde capital público en primera pérdida atrae capital privado que de otro modo no participaría. SCB demostró adicionalidad atrayendo empresas sociales a Bizkaia que indicaron que sin su fondo quizá no habrían operado allí, y generando un efecto demostración en el sector público local.

En Creas, la adicionalidad se observa en su rol pionero: fue de las primeras en financiar startups sociales en España cuando casi no había “dinero inteligente” para ellas. Así, muchas de sus participadas difícilmente habrían obtenido capital en mercados tradicionales, o no con el mismo foco en impacto. Ship2B opera de forma similar: su coinversión con FEI y red de ángeles cierra brechas de financiación para startups de impacto, acelerando su desarrollo (varios proyectos que pasaron por Ship2B lograron validar modelos y escalar años antes de lo previsto gracias al apoyo integral). Zubi Group presenta quizá el caso más claro de adicionalidad, ya que crea empresas nuevas en vacíos de mercado: si existe un reto sin atender, Zubi toma acción directa (“sin Zubi esas soluciones no existirían” es prácticamente su filosofía). Esta aproximación de venture building intencional es una contribución muy tangible. En síntesis, todas las teorías del cambio asumen que la gestora aporta un valor único – sea capital paciente, conocimiento, redes o simplemente el empuje inicial – que habilita impactos que no se lograrían con los actores tradicionales (o lo harían en menor medida)

6.10. Vinculación con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) y marcos internacionales

Existe una alineación transversal con la Agenda 2030 en las siete gestoras. Prácticamente todas refieren los ODS como marco para contextualizar su impacto. Por ejemplo, Bolsa Social define 5 áreas de inversión claramente vinculadas a ciertos ODS (3,4,8,12,13) y

cuantifica contribuciones a esas metas. GSI incluso categoriza los ODS en su estrategia de impacto (distinguiendo ODS estratégicos vs. transversales) y utiliza la clasificación ABC para mapear cómo cada fondo contribuye a los ODS prioritarios. GAWA enfatiza la inversión de impacto como vía para cubrir el déficit financiero de los ODS, focalizándose en pobreza, educación, clima (ODS 1,4,13, etc.). Creas desde su primer informe dejó claro que acelerar la inversión de impacto es contribuir a los ODS; sus áreas se pueden trazar directamente a objetivos concretos.

Una buena práctica observada es la de mapear indicadores de la teoría del cambio con metas ODS específicas. SCB lo hizo explícitamente, vinculando sus indicadores de impacto con las metas de ODS 3,4,8,10,11 relevantes. GSI y Bolsa Social también traducen resultados (toneladas CO2 evitadas, personas formadas) en avances en ODS correspondientes en sus informes. Esto no solo da un marco común para comunicar el impacto, sino que demuestra la intencionalidad global de las inversiones de impacto: todas buscan alinearse con desafíos reconocidos internacionalmente. En conjunto, las siete teorías del cambio sirven como puentes entre la acción local (inversión en tal empresa, en tal comunidad) y los grandes objetivos globales (ODS), reforzando la legitimidad y ambición de estas gestoras.

El estudio de las Teorías del Cambio utilizadas por las principales gestoras de inversión de impacto en España permite identificar algunas buenas prácticas que pueden servir de referencia para el sector. Se destaca el valor de contar con marcos explícitos que conecten la tesis de inversión con los resultados de impacto esperados, facilitando la alineación estratégica y la rendición de cuentas. Asimismo, la incorporación de indicadores medibles y procesos de aprendizaje continuo contribuye a fortalecer tanto la eficacia de las intervenciones como la transparencia frente a los grupos de interés.

La experiencia de estas gestoras sugiere que no existe un único modelo válido de Teoría del Cambio, sino que su utilidad depende de su adecuación al contexto, al tipo de fondos gestionados y a la proximidad con los beneficiarios finales. Sin embargo, ciertos elementos comunes —como la claridad de objetivos, la articulación lógica entre todos sus componentes, y la revisión periódica de las necesidades del ecosistema— parecen fundamentales para maximizar su potencial.

CAPÍTULO IV: RETOS Y OPORTUNIDADES IDENTIFICADOS POR LOS ACTORES

¿Cuáles son los principales retos y oportunidades que enfrentan las gestoras de fondos de impacto al integrar la Teoría del Cambio en sus estrategias de inversión y marcos de medición?

7. DISEÑO DE LAS ENTREVISTAS

Con el fin de responder a la tercera pregunta de investigación, se ha optado por un enfoque cualitativo basado en entrevistas estructuradas con profesionales del sector. Esta metodología permite obtener evidencia empírica directa sobre las prácticas, percepciones y desafíos asociados a la aplicación (o no) de la Teoría del Cambio (TdC) en contextos reales de gestión de fondos. Lejos de limitarse a una visión normativa, las entrevistas permiten explorar el uso operativo del marco, las barreras internas y externas percibidas, y los beneficios estratégicos identificados por los propios actores.

Asimismo, las entrevistas contribuyen a triangular los resultados del análisis documental y del benchmark anterior, proporcionando una visión más completa sobre el grado de institucionalización de la TdC en el ecosistema español de inversión de impacto. A través del diálogo con los responsables de medición, inversión y estrategia en diversas gestoras, se busca contrastar hipótesis, identificar buenas prácticas y recoger propuestas que puedan enriquecer el debate metodológico sobre el impacto.

7.1. Perfil de las gestoras entrevistadas y criterios de selección

El trabajo ha incorporado entrevistas a responsables de doce gestoras relevantes dentro del ecosistema de inversión de impacto en España. La muestra ha sido seleccionada en base al informe de SpainCap (2023) y a los fondos analizados previamente en el benchmark. Se han considerado tanto gestoras que han adoptado formalmente una Teoría del Cambio como parte central de su estrategia —como GAWA Capital, Global Social Impact, Zubi AM o Creas— como otras que, aunque operan con una clara orientación al impacto, no han estructurado su modelo mediante una TdC explícita —como Q-Impact, Impact Bridge AM, Fundación Repsol o Arcano Capital—.

Esta doble vertiente permite contrastar enfoques y detectar las diferencias entre quienes han institucionalizado la TdC como herramienta estratégica y quienes emplean marcos alternativos. En total, se han diseñado dos modelos diferenciados de entrevista:

- Modelo 1: aplicado a gestoras que operan con una TdC formalizada. Este modelo profundiza en la formulación, uso estratégico, integración en la gestión del portafolio y retos de implementación de la teoría.
- Modelo 2: dirigido a gestoras que no utilizan la TdC. Su objetivo es explorar las razones de esta decisión, identificar las metodologías alternativas empleadas y valorar la viabilidad futura de incorporar este marco.

7.2. Diseño de los modelos de entrevista y temáticas abordadas

Para captar la complejidad de los procesos internos de las gestoras, se han diseñado entrevistas estructuradas compuestas por bloques temáticos coherentes con los objetivos del estudio. En el caso de las gestoras con Teoría del Cambio, las preguntas se organizaron en cuatro grandes ejes:

- **Formulación y lógica estratégica:** se indagó sobre el proceso de construcción de la TdC, sus supuestos, los niveles a los que se aplica (fondo vs. gestora), y su vinculación con la misión y visión institucional.
- **Uso operativo:** se exploró cómo la TdC influye en la toma de decisiones de inversión, la priorización de sectores o poblaciones, y la construcción de carteras alineadas con la lógica de impacto.
- **Medición, indicadores y alineación con estándares:** se preguntó por los sistemas de indicadores derivados de la TdC, su relación con estándares internacionales y su aplicación en el seguimiento.
- **Retos y barreras:** se recogieron los principales obstáculos enfrentados —tanto internos como del entorno—, así como las estrategias adoptadas para resolverlos.

En el modelo aplicado a gestoras sin Teoría del Cambio, las preguntas se centraron en su marco actual de estructuración del impacto, el uso de herramientas alternativas, y las razones detrás de no implementar una TdC formal. También se exploró su percepción sobre la utilidad de este marco, las condiciones que facilitarían su adopción y su posible aplicabilidad futura.

8. RESUMEN DE LOS HALLAZGOS CLAVE SOBRE LOS RETOS Y OPORTUNIDADES

A fin de complementar este trabajo con una visión directa desde el terreno, se realizaron 3 entrevistas (dos de ellas a representantes de la misma gestora) a representantes de gestoras de inversión de impacto en España. Por motivos de confidencialidad, los resultados se presentan de forma anónima bajo las denominaciones “fondo 1” y “fondo 2”. En concreto, el fondo 1 cuenta con una Teoría del Cambio estructurada a nivel de grupo, de carácter público. El fondo 2 utiliza una Teoría del Cambio privada, desarrollada para cada uno de sus vehículos de inversión. El análisis de las respuestas se ha organizado en torno a cuatro ejes temáticos: formulación estratégica, uso operativo, medición y estándares, y barreras percibidas. A partir de esta comparación, se destacan puntos de convergencia, divergencia y oportunidades para fortalecer el rol de la TdC en la práctica inversora.

El contraste más evidente entre ambas gestoras radica en el nivel de agregación y publicidad de su Teoría del Cambio. El fondo 1 dispone de una TdC a nivel de grupo, accesible públicamente a través de su memoria de impacto, que actúa como una brújula estratégica general. Esta lógica es compartida entre diversas entidades del grupo, incluyendo una gestora, un colegio, un venture builder y un proyecto de urbanismo sostenible. No obstante, la gestora en sí no cuenta con una TdC propia, y los fondos bajo su gestión desarrollan —con distintos niveles de formalización— sus propias lógicas de impacto.

Por el contrario, el fondo 2 formula una Teoría del Cambio específica para cada vehículo de inversión, adaptada a su estrategia sectorial, y considera este ejercicio como parte esencial del diseño estratégico de cada fondo. Aunque estas TdC no son públicas, se construyen con un alto grado de detalle técnico y participación del equipo de impacto. El objetivo estratégico es lograr coherencia entre misión, tesis de impacto e instrumentos de financiación. Una diferencia clave es que mientras fondo 2 reconoce los límites de la generalización cuando los vehículos son multisectoriales, y por ello opta por TdC individualizadas, fondo 1 mantiene una visión más transversal y simbólica, en la que la TdC grupal sirve de marco inspirador más que operativo. Esta aproximación, aunque útil como narrativa institucional, no siempre aterriza en mecanismos concretos de causalidad

por fondo.

A nivel operativo, el fondo 2 integra su Teoría del Cambio en todo el proceso de inversión, desde la evaluación de oportunidades hasta el seguimiento. Cada inversión debe desarrollar una TdC específica, muchas veces en colaboración con la empresa participada, y definir indicadores concretos de impacto desde el segundo comité de inversión. Además, utilizan una herramienta de análisis multicriterio desarrollada internamente, que permite valorar cada oportunidad según su bondad, intencionalidad y medibilidad. Esta herramienta no solo apoya la decisión de inversión ex ante, sino que también permite el seguimiento, comparación y reevaluación periódica del impacto a lo largo del tiempo.

El fondo 1, por su parte, reconoce que el uso operativo de la TdC es más fragmentado y poco estandarizado. Si bien los fondos cuentan con marcos de impacto y criterios como intencionalidad, medición y adicionalidad, no se impone una lógica causal robusta ni una cadena narrativa estandarizada. El diseño de las inversiones se basa más en la experiencia, el juicio del equipo y el “olfato estratégico” que en una herramienta sistemática. Se describe un enfoque bottom-up, guiado por la identificación de tendencias, el análisis del ecosistema y la interacción constante con agentes del entorno.

Por tanto, mientras el fondo 2 utiliza la TdC como herramienta operativa con implicaciones concretas en la toma de decisiones, el fondo 1 lo hace de forma más intuitiva y adaptativa, con un uso más flexible y menos normativo. Esto sugiere que, si bien ambos operan con una lógica de impacto, el grado de sistematización y trazabilidad es mayor en el fondo 2.

En cuanto a la medición de impacto, el fondo 2 deriva sus KPIs directamente de las TdC específicas por inversión, lo que le permite hacer un seguimiento vinculado a los outcomes previamente definidos. Utilizan marcos internacionales como el del Impact Management Project, adaptados a su propia lógica, y estructuran la medición en torno a tres dimensiones clave: bondad del impacto, intencionalidad y posibilidad de medición. Este enfoque permite realizar evaluaciones comparables, definir umbrales mínimos de impacto y analizar la evolución temporal de cada inversión.

El fondo 1, por el contrario, reconoce que los indicadores no se derivan de una Teoría del

Cambio estructurada, sino que responden a la naturaleza específica de cada inversión. Se reportan trimestralmente, aunque con dificultades logísticas notables, y no se exige el uso de marcos internacionales salvo en el caso de fondos clasificados como artículo 9 del SFDR. Los indicadores se diseñan según el sector o actividad de la startup, priorizando la simplicidad y la relevancia directa. No se agregan ni estandarizan, ya que muchas empresas no tienen capacidad técnica para reportar sistemáticamente.

Ambas gestoras emplean métricas de impacto, pero el fondo 2 destaca por un mayor grado de alineación estructural entre teoría, indicadores y objetivos. En cambio, el fondo 1 apuesta por la adaptabilidad y realismo operativo, consciente de las limitaciones de sus participadas. La frase “no te lo resuelve la tecnología; es un problema humano” resume con crudeza uno de los principales desafíos de la medición en el impacto temprano.

Ambas entrevistas coinciden en señalar que la adopción y uso de Teorías del Cambio enfrenta múltiples barreras. En el caso del fondo 2, se reconocen desafíos técnicos y conceptuales: la complejidad de aplicar una TdC en vehículos multisectoriales, la falta de estandarización sectorial y la dificultad de convertir narrativas en indicadores útiles. Aun así, valoran la TdC como un instrumento de alineación interna y atractivo para ciertos inversores, sobre todo aquellos más sofisticados o especializados.

En el fondo 1, los obstáculos son más estructurales. Por un lado, existe una baja demanda por parte de los inversores para contar con una TdC explícita, lo que reduce los incentivos. Por otro, el perfil de las empresas participadas —startups pequeñas, sin recursos ni cultura de medición— dificulta enormemente su aplicación. El entrevistado señala abiertamente que “*no he invertido en ninguna startup que tuviera ya una teoría del cambio; ni una*”. Además, se apunta a un escepticismo práctico respecto a enfoques teóricos como el pensamiento sistémico, cuya ambición contrasta con las limitaciones del día a día operativo.

Por ende, mientras el fondo 2 ha logrado institucionalizar el uso de la TdC a nivel de vehículo, el fondo 1 adopta una postura más pragmática y crítica, consciente de que muchas veces los ideales metodológicos se enfrentan a los límites reales del ecosistema emprendedor.

Tabla 1: Comparativa por bloques temáticos entre Fondo 1 y Fondo 2

<i>Bloque temático</i>	<i>Fondo 1 (TdC a nivel grupo, pública)</i>	<i>Fondo 2 (TdC por vehículo, privada)</i>
<i>Formulación y lógica estratégica</i>	<ul style="list-style-type: none"> - TdC pública a nivel grupo, no a nivel fondo. - Cada fondo define su marco propio sin narrativa causal estructurada. - Lógica estratégica flexible, basada en intuición y tendencias. 	<ul style="list-style-type: none"> - TdC específica por vehículo de inversión. - Construcción iterativa y estratégica. - Coherencia entre misión, tesis de impacto y métricas. - Limitaciones cuando el fondo es multisectorial.
<i>Uso operativo</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Aplicación no sistemática de la TdC. - Evaluación de impacto basada en experiencia y olfato del equipo. - No se exige cadena causal. - Selección de inversiones guiada por juicio contextual. 	<ul style="list-style-type: none"> - TdC integrada desde el diseño de la inversión. - Se formula una TdC para cada empresa participada. - Uso de herramienta multicriterio para evaluar beneficio, intencionalidad y medibilidad del impacto. - Impulsa la alineación interna y priorización de inversiones.
<i>Medición, indicadores y alineación con estándares</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Indicadores específicos por inversión. - No alineados con estándares internacionales salvo en fondos artículo 9. - Reporte trimestral con dificultades operativas. - Medición orientada a outputs e impactos tangibles, no estructurados. 	<ul style="list-style-type: none"> - KPIs derivados directamente de la TdC. - Evaluación estructurada con criterios del IMP adaptados. - Herramienta de scoring para seguimiento y comparación. - Seguimiento anual alineado con ciclos de reporting.

Retos y barreras

- Baja demanda de inversores para TdC formal.
 - Dificultades de reporting en participadas pequeñas.
 - Escepticismo hacia marcos teóricos como IMP o pensamiento sistémico.
 - Limitaciones técnicas y de recursos en el ecosistema emprendedor.
- Retos técnicos en fondos multisectoriales.
 - Dificultad para operacionalizar la narrativa de impacto.
 - Necesidad de estandarización sectorial.
 - Esfuerzo metodológico elevado y dependencia del equipo de impacto.

9. COMPARACIÓN DE LAS PERCEPCIONES DE LOS ACTORES CON LOS DATOS OBTENIDOS EN LA FASE CUALITATIVA

El análisis empírico desarrollado a través de entrevistas con dos representantes de gestoras de fondos de inversión de impacto permite contrastar las percepciones subjetivas del sector con los hallazgos de la fase cualitativa. Este contraste revela no solo puntos de coincidencia, sino también tensiones relevantes entre la teoría y la práctica que afectan a la implementación efectiva de la Teoría del Cambio (TdC) como herramienta estratégica.

Desde una perspectiva documental, el benchmark de siete gestoras españolas muestra una creciente institucionalización de la TdC como parte estructural de sus estrategias de inversión. Las entidades más consolidadas tienden a integrar una narrativa de cambio explícita, alineada con los ODS y traducida en instrumentos operativos como cuadros de indicadores, dashboards o planes de impacto. En este marco, la TdC actúa como base para la tesis de inversión, coherente con las recomendaciones del GIIN y el IMP.

Sin embargo, las entrevistas evidencian enfoques dispares. El fondo 2 se alinea con las buenas prácticas del ecosistema, al formular una TdC por vehículo de inversión, basada en hipótesis causales específicas y herramientas de evaluación propias. En cambio, el fondo 1, aunque dispone de una TdC pública a nivel de grupo, reconoce no haber

desarrollado una lógica estructurada para cada fondo, situando su narrativa más en un plano institucional y simbólico que operativo. Esta desconexión entre la lógica estratégica del grupo y la práctica inversora de cada vehículo refleja una brecha que contrasta con la tendencia observada en gestoras como GSI, GAWA o Ship2B en el benchmark, donde la TdC se adapta a cada inversión concreta desde fases tempranas.

Desde la teoría y la práctica documentada, una TdC bien formulada no solo guía la toma de decisiones, sino que permite establecer prioridades sectoriales, criterios de elegibilidad, y articular cadenas causales entre insumos, actividades y resultados. Así lo refleja la mayoría de las gestoras analizadas, donde el impacto se integra desde la fase de due diligence y la TdC se construye participativamente con las participadas.

En este sentido, el fondo 2 reafirma esta visión operativa, indicando que toda inversión debe desarrollar su propia TdC, lo cual se traduce en decisiones de inversión estructuradas y consistentes. Además, se emplea una herramienta interna de evaluación multicriterio que permite valorar la bondad, intencionalidad y medibilidad del impacto, en línea con las recomendaciones del IMP. El fondo 1, en cambio, expresa una práctica mucho más intuitiva, sin herramientas sistematizadas ni exigencia de cadenas causales. La selección de inversiones se basa en la experiencia del equipo, sin un marco teórico formal. Este enfoque pragmático difiere de lo documentado en el benchmark, donde la mayoría de gestoras tienden a institucionalizar criterios de impacto y establecer procesos estandarizados, incluso cuando mantienen cierto grado de flexibilidad.

La literatura académica y los informes técnicos coinciden en señalar que una TdC robusta permite derivar indicadores relevantes, trazables y alineados con los objetivos perseguidos. Varias gestoras españolas incorporan métricas del catálogo IRIS+, referencian marcos como el IMP y construyen dashboards vinculados a los outcomes definidos en su TdC. En consonancia con estas prácticas, el fondo 2 indica que sus KPIs se derivan directamente de la TdC y que el proceso de evaluación está plenamente integrado en su modelo de inversión. Esta visión estructurada y rigurosa permite garantizar la trazabilidad del impacto y una rendición de cuentas sólida.

En cambio, el fondo 1 prioriza la adaptabilidad y reconoce que sus indicadores no se derivan de una lógica narrativa de cambio. Aunque se reportan datos trimestrales, estos se diseñan por inversión y no responden a marcos estandarizados salvo exigencia

normativa (p.ej., SFDR Artículo 9). Esta postura pragmática contrasta con la tendencia del ecosistema, que busca armonizar el lenguaje del impacto para facilitar la comparación, la transparencia y la credibilidad del sector.

Desde la literatura y el análisis sectorial, se identifican varios retos para la adopción de la TdC: alta exigencia técnica, falta de estandarización, dificultad para capturar impactos sistémicos y resistencia cultural en organizaciones centradas en el rendimiento financiero. Estos obstáculos han sido ampliamente documentados, por ejemplo, por SpainNAB y BBVA (2022), así como por autores como Pimenta (2021) o Ebrahim & Rangan (2014). En este plano, las percepciones recogidas en las entrevistas refuerzan el diagnóstico cualitativo. El fondo 2 reconoce las dificultades de aplicar una TdC cuando el vehículo es multisectorial, así como la complejidad de operacionalizar conceptos abstractos. No obstante, valora la TdC como herramienta útil para la alineación interna y la atracción de capital con enfoque estratégico.

El fondo 1, por su parte, enfatiza barreras más estructurales: escasa demanda por parte de inversores, limitada capacidad técnica de las participadas y riesgo de rigidez metodológica. Esta percepción resuena con los hallazgos del benchmark en el caso de gestoras que trabajan con startups en fases iniciales y que priorizan la flexibilidad operativa. Sin embargo, algunas de estas gestoras han comenzado a experimentar con modelos híbridos que permiten mantener una lógica estructurada sin sacrificar adaptabilidad, lo que sugiere que ciertas barreras pueden ser mitigadas mediante innovación metodológica y acompañamiento técnico.

CAPÍTULO V: CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

10. CONCLUSIONES GENERALES DEL TRABAJO

Este trabajo ha intentado arrojar luz sobre el papel de la Teoría del Cambio en el ecosistema de la inversión de impacto en España, atendiendo a su formulación, uso estratégico y grado de integración en los procesos de decisión y evaluación de las principales gestoras del país. A través de un análisis comparado de documentos públicos y entrevistas en profundidad, se han identificado patrones, ausencias y oportunidades que delinean un panorama aún en construcción.

Una de las principales conclusiones es que, si bien el discurso en torno a la TdC está ampliamente aceptado como "buena práctica", su implementación concreta varía significativamente. Existen fondos que han logrado incorporar este marco no solo como una herramienta de planificación, sino como una arquitectura estratégica que guía decisiones complejas y permite alinear la intención de impacto con resultados verificables. Sin embargo, otras entidades presentan una formulación más genérica o simbólica, donde la cadena lógica no se ve necesariamente reforzada por indicadores vinculados ni sometida a revisión periódica.

La investigación revela también una tensión estructural entre la sofisticación conceptual que propone la TdC —con su llamado a explicitar supuestos, mapear rutas causales y reflexionar colectivamente sobre el cambio— y la lógica operativa del capital de impacto, que muchas veces exige eficiencia, escalabilidad y rendición numérica. Esta tensión produce brechas entre teoría y práctica: muchas gestoras reconocen el valor de la TdC, pero encuentran dificultades para aterrizarla en la realidad cambiante de sus operaciones.

Desde un enfoque cualitativo, las entrevistas realizadas muestran cómo algunas entidades con diferentes TdC enfrentan retos similares: la necesidad de equilibrar rigor y agilidad, de traducir narrativas de impacto en decisiones de cartera, y de operar en contextos donde la recolección de datos es costosa o incierta.

En última instancia, este estudio sugiere que la calidad de una TdC no reside tanto en su existencia formal como en su capacidad para generar pensamiento estratégico, orientar

decisiones y sostener procesos de aprendizaje. Así, el reto no es tanto adoptar el marco como integrarlo de forma viva, reflexiva y adaptativa a lo largo del ciclo de inversión. La TdC, en este sentido, no debe leerse como un mapa estático, sino como una brújula que exige preguntarse continuamente: ¿qué cambio buscamos?, ¿cómo sabemos que está ocurriendo?, ¿qué nos dicen los datos y las personas a las que afectamos sobre nuestra contribución?, ¿qué estamos aprendiendo?

11. LIMITACIONES DEL ESTUDIO

Este trabajo presenta varias limitaciones que deben reconocerse abiertamente. En primer lugar, si bien se elaboró un benchmark con las principales gestoras de inversión de impacto en España —identificadas a través del informe de SpainCap (2023)—, no todas las entidades accedieron a participar en las entrevistas. Esto supuso que, de las doce entrevistas planteadas, únicamente se pudieron realizar 3 (dos de ellas a representantes de la misma gestora). Esta baja tasa de respuesta limita la capacidad para generalizar los hallazgos cualitativos y sugiere que los resultados representan una visión parcial del ecosistema.

En segundo lugar, el análisis documental se basó en la información pública disponible —principalmente informes de impacto, memorias y políticas ESG— lo que implica que algunas TdC o sus elementos clave (como los supuestos tácitos, los mecanismos internos de revisión o el uso operativo real en las decisiones) pudieron quedar ocultos al no ser transparentados por las gestoras. Asimismo, el estudio se ha centrado exclusivamente en el contexto español, lo que limita la posibilidad de realizar comparaciones internacionales directas con otros ecosistemas más desarrollados, como el británico o el estadounidense, donde la adopción de la TdC está más institucionalizada.

Cabe señalar que la investigación se ha centrado principalmente en fondos de capital privado de impacto. Aunque son los actores más representativos del sector, otras modalidades (banca ética, fundaciones, fondos híbridos) podrían ofrecer enfoques distintos sobre la aplicación de la TdC, y merecerían ser incorporadas en futuros análisis.

También se debe reconocer que el estudio ha adoptado una óptica principalmente cualitativa, con énfasis en la lógica narrativa, estratégica y operativa de las TdC, sin realizar un análisis cuantitativo riguroso del desempeño de los fondos. Ello deja fuera la

posibilidad de correlacionar directamente la existencia de una TdC con métricas de éxito económico o impacto social.

Por último, el concepto de TdC, aunque definido teóricamente de forma sólida en este trabajo, presenta múltiples interpretaciones en la práctica. Esto ha generado dificultades metodológicas a la hora de comparar herramientas que, aunque se autodenominan “teorías del cambio”, responden a diseños y grados de profundidad muy heterogéneos.

12. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Este estudio abre numerosas avenidas para investigaciones futuras. En primer lugar, sería pertinente ampliar la muestra de fondos analizados, incorporando un mayor número de entrevistas, tanto en el mercado español como en otros países europeos, para enriquecer la comparación y detectar patrones comunes o divergentes en la implementación de la TdC.

Asimismo, una línea prometedora sería investigar en mayor profundidad cómo se traducen los supuestos y cadenas lógicas de las TdC en decisiones concretas de inversión (por ejemplo, selección de sectores, duración de la inversión, términos de salida, etc.) y cómo interactúan estas lógicas con otros marcos como los criterios ESG, cada vez más adoptados por la banca tradicional.

También resulta clave explorar la dimensión performativa de la TdC: ¿cómo transforma la TdC la forma en que los inversores se relacionan con las empresas participadas, con sus propios equipos y con sus stakeholders? Desde una perspectiva epistemológica, otra posible línea de investigación consistiría en analizar en qué medida la Teoría del Cambio contribuye —o no— a una mayor reflexividad en la práctica inversora. Es decir, si realmente genera procesos de aprendizaje, revisión crítica y adaptación, o si tiende a fosilizarse como un ejercicio formal vacío. En este sentido, sería interesante observar cómo evolucionan las TdC de los fondos a lo largo del tiempo, qué ajustes realizan y por qué.

Finalmente, sería valioso investigar cómo la implementación (o ausencia) de la TdC impacta en la relación con los inversores finales: ¿incrementa la transparencia y la confianza? ¿favorece la captación de capital paciente y alineado? ¿puede usarse como un

vector de diferenciación competitiva o se corre el riesgo de convertirla en un mero requerimiento burocrático?

Estas preguntas invitan a seguir explorando el potencial —pero también los límites— de la Teoría del Cambio como lente y herramienta para transformar el modo en que se concibe, gestiona y evalúa la inversión de impacto.

CAPÍTULO VI: BIBLIOGRAFÍA Y ANEXOS

ANEXO I. DECLARACIÓN USO HERRAMIENTAS IA

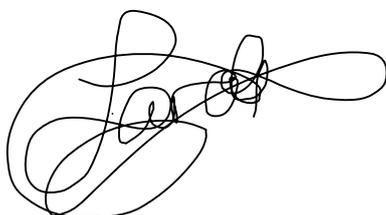
Por la presente, yo, Lara María Yeoman Currás, estudiante del doble grado en Derecho y Ade (E3) de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "El papel de la teoría del cambio en las gestoras de fondos de capital de impacto en España", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Metodólogo:** Para descubrir métodos aplicables a problemas específicos de investigación.
3. **Estudios multidisciplinares:** Para comprender perspectivas de otras comunidades sobre temas de naturaleza multidisciplinar.
4. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
5. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
6. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
7. **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: 02/06/2025

Firma:



ANEXO II. BIBLIOGRAFÍA

Adamkiewicz, K. (2024). *Spain's impact investment market grows to more than €3.34bn*. Impact Investor. <https://impact-investor.com/spains-impact-investment-market-grows-to-more-than-e3-34bn/>

Aquilino, N., Arena, E., Bode, M., & Scolari, J. (2019, febrero). *Guía N° 3: Teoría de cambio*. Serie ¿Cómo diseñar metas e indicadores para el monitoreo y evaluación de políticas públicas? Buenos Aires: CIPPEC. <https://www.cippec.org/wp-content/uploads/2019/03/ME-Guia-3.pdf>

Bolsa Social. (2022). *Informe de impacto 2022 de Bolsa Social*. <https://www.bolsasocial.com/blog/wp-content/uploads/2022/08/PRESENTACION-BOLSA-SOCIAL-2023.pdf>

Cassetti, V., & Paredes-Carbonell, J. J. (2020). *La teoría del cambio: una herramienta para la planificación y la evaluación participativa en salud comunitaria*. *Gaceta Sanitaria*, 34(3), 305–307. <https://doi.org/10.1016/j.gaceta.2019.06.002>

Creas Impacto FESE, S.A. (2021). *Informe de impacto 2019*. https://creas.es/wp-content/uploads/2021/05/Informe_Impacto_CrasImpacto2019.pdf

Collazos, S, Howland, F, Le Cow, J. (2021). *Teoría de cambio de la EASAC y resultados identificados en los países de la región SICA*. Disponible en: [Informe de Investigación Estudio EASAC Vdef.pdf \(cirad.fr\)](#)

Egea-Ronda, A, Niclos-Esteve, M, Rodenas, A, Verdeguer, M (etc) (2022). *Teoría del cambio aplicada al programa de promoción de la actividad física «La Ribera Camina*. *SciELO*. Disponible en: [SciELO - Salud Pública - Teoría del cambio aplicada al programa de promoción de la actividad física «La Ribera Camina» Teoría del cambio aplicada al programa de promoción de la actividad física «La Ribera Camina» \(scielosp.org\)](#)

European Securities and Markets Authority (ESMA). (2024). *Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms*.

<https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-funds-names-using-esg-or-sustainability-related-terms>

Ebrahim, A., & Rangan, V. K. (2014). *What impact? A framework for measuring the scale and scope of social performance*. *California Management Review*, 56(3), 118–141. <https://doi.org/10.1525/cm.2014.56.3.118>

Fundación Ship2B. (2023, octubre). *Valores y teoría del cambio*. <https://www.ship2b.org/app/uploads/2023/10/20231025-Valores-y-TdC.pptx.pdf>

GAWA Capital. (2024). *Sobre nosotros*. <https://www.gawacapital.com/es/about-us>

Global Impact Investing Network. (2024). *Sizing the Impact Investing Market 2024*. <https://thegiin.org/publication/research/sizing-the-impact-investing-market-2024/>

Global Impact Investing Network. (2023). *GIIN releases guidance on impact investing in listed equities*. <https://giin-web-assets.s3.amazonaws.com/giin/assets/press-release/giin-news-release-listed-equities-guidance-final.pdf>

Global Impact Investing Network. (2023). *2023 GIINSight: Impact Investing Allocations, Activity & Performance*. <https://thegiin.org/publication/research/2023-giinsight-series/>

Global Social Impact Investments (GSI). (s.f.). *Teoría del cambio*. <https://globalsocialimpact.es/teoría-del-cambio/>

Global Impact Investing Network (GIIN). (2024). *What You Need to Know About Impact Investing*. <https://thegiin.org/publication/post/about-impact-investing/>

Gobierno de España. (2024). *Real Decreto-ley 4/2024, de 26 de junio, por el que se crea el Fondo de Impacto Social*. Boletín Oficial del Estado, núm. 154, de 27 de junio de 2024, páginas 56685 a 56712. <https://www.boe.es/eli/es/rdl/2024/06/26/4>

Godeke, S., & Briaud, P. (2023). *Manual de inversión de impacto: Guía de aplicación para practicantes*. Rockefeller Philanthropy Advisors. <https://www.rockpa.org/wp-content/uploads/2023/08/iih-final-spanish-081123.pdf>

Hivos. (2015). *Theory of Change: Thinking in Practice*. <https://hivos.org/document/hivos-theory-of-change/>

International Finance Corporation. (2021). *Applying the Operating Principles for Impact Management: A Theory of Change Approach*. https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/publications/publications_report_opim-theoryofchange

Jackson, E. T. (2013). *Interrogating the theory of change: Evaluating impact investing where it matters most*. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3(2), 95–110.

Media Trejo, J, Aguilar-Navarro, C. (2022). *El Modelo de Marco Lógico y la Teoría del Cambio. Bases para la Planeación Estratégica de la Innovación con Impacto Social en un Centro Público de Investigación de México Dialnet*. Disponible en: [El Modelo de Marco Lógico y la Teoría del Cambio: Bases para la Planeación Estratégica de la Innovación con Impacto Social en un Centro Público de Investigación de México - Dialnet \(unirioja.es\)](https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=XXXXXXX)

Mejía-Trejo, O. & Aguilar-Navarro, M. C. (2022). “*Aplicación de la Teoría del Cambio en proyectos de intervención social*.” *Revista Internacional de Evaluación y Gestión de Programas Sociales*, 8(1), 45–60. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=XXXXXXXX>

PM4NGOs. (2017). *Teoría de cambio: Una guía para gerentes de programas* (Versión 2, diciembre 2017; Y. Martínez, Trad.). <https://www.odaaid.org/wp-content/uploads/2021/02/TeoríadelCambio.pdf>

Retolaza Eguren, I. (2009). *Teoría de cambio: Un enfoque de pensamiento-acción para navegar en la complejidad de los procesos de cambio social*. PNUD e Hivos. [https://dhls.hegoa.ehu.eus/uploads/resources/5020/resource_files/Guia_Teoría_de_Cambio_Retolaza_2009 .pdf](https://dhls.hegoa.ehu.eus/uploads/resources/5020/resource_files/Guia_Teoría_de_Cambio_Retolaza_2009.pdf)

Restrepo Carvajal, C. A., y Gómez Arenas, N. A.. (2022). Aproximación a la transformación digital en instituciones de educación superior mediante la teoría del cambio. *Revista En-Contexto*, 10(17) Disponible en:

<https://ojs.tdea.edu.co/index.php/encontexto/article/view/1163> (última consulta 13/02/2025)

Seed Capital Bizkaia. (2020). *Informe de impacto 2020*. Diputación Foral de Bizkaia. <https://www.seedcapitalbizkaia.eus/wp-content/uploads/2020/06/SCB-informe-imp-20-v4-cas.pdf>

SpainCap. (2023). *Estudio del ecosistema de inversión de impacto en España desde la visión del capital privado*. <https://www.spaincap.org/downloads/estudio-de-impacto.pdf>

SpainNAB. (2023). *La oferta de capital de impacto en España en 2023*. <https://spainnab.org/publicacion/la-oferta-de-capital-de-impacto-en-espana-en-2023/>

SpainNAB. (2024). *Código de Buenas Prácticas para la Inversión de Impacto en España*. <https://spainnab.org/publicaciones/>

Spainsif. (2022). *La inversión sostenible y responsable en España 2022*. <https://www.spainsif.es/estudio-spainsif-2022/>

Stein, D., & Valters, C. (2012). *Understanding Theory of Change in International Development* (JSRP Paper 1). Justice and Security Research Programme, London School of Economics and Political Science. https://www.theoryofchange.org/wp-content/uploads/toco_library/pdf/UNDERSTANDINGTHEORYOFChangeSteinValtersPN.pdf

Taplin, D. H., & Clark, H. (2012). *Principios de teoría de cambio: Una introducción a la teoría de cambio* (K. Pinel Valerio, Trad.). Center for Theory of Change. <https://www.theoryofchange.org/wp-content/uploads/2021/04/2020.04.23-Taplin-y-Clark.pdf> Theory of Change Community

Valters, C. (2015). *Theories of Change: Time for a radical approach to learning in development*. Overseas Development Institute. <https://odi.org/en/publications/theories-of-change-time-for-a-radical-approach-to-learning-in-development/>

Zubi Group. (2022). *Memoria de impacto 2021*. https://zubi.group/wp-content/uploads/2022/11/Zubi-Group-Memoria-de-impacto-2021_web.pdf

Zubi Labs. (2024, mayo 27). #inversores #startupboostsostenibilidad #startup
#impacto #ods #startups... LinkedIn.
https://www.linkedin.com/posts/zubilabs_startupboostsostenibilidad-startup-impacto-ods-activity-xxxxxx

ANEXO III: BENCHMARK

[BENCHMARK TDC.xlsx](#)

ANEXO IV: TRANSCRIPCIÓN ENTREVISTAS

[Transcripción entrevista - Fondo 1.docx](#)

[Transcripcion entrevista - Fondo 2-A.docx](#)

[Transcripción entrevista - Fondo 2-B.docx](#)