



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

IMPACT INVESTING
¿Es rentable ser ético?

Autor: Ángela Pascual Vicente
Director: María Eugenia Fabra Florit

Madrid
Abril 2014

Ángela
Pascual
Vicente

IMPACT INVESTING ¿Es rentable ser ético?



A mis padres y hermanas.

“No pretendamos que las cosas cambien si siempre hacemos lo mismo.”

- Albert Einstein.

RESUMEN

Este trabajo consiste en la investigación de la propuesta de una nueva corriente inversora, *Impact Investing*, que propugna simultáneamente la búsqueda de rendimiento financiero e impacto social. Ahondando en la conceptualización teórica que subyace a la misma, se observa que sus orígenes datan de años atrás, habiendo evolucionado no obstante el marco que actualmente la encuadra y define. Se observa además cómo está presente tanto en mercados desarrollados como emergentes, cabiendo acceder a él por vía de numerosos instrumentos financieros. Por otro lado, se estudia la rentabilidad ofrecida por estas inversiones, alcanzando la conclusión de que éstas no se hallan en desventaja frente al resto de ámbitos del mercado, pues alcanzan rendimientos similares. Finalmente, se presta especial atención al controvertido tema de la métrica del impacto social o medioambiental generado, tema sobre el que se observan avances considerables debido a la relevancia que tiene de cara a permitir la expansión de esta corriente inversora.

PALABRAS CLAVE

Filantropía, bien social, sostenibilidad, desarrollo, creación de valor, rendimiento financiero, rentabilidad, beneficio, impacto social y medioambiental, *Impact Investing*, responsabilidad social, valores.

ABSTRACT

This investigation is aimed at the study of the proposal of a new investing form, *Impact Investing*, which seeks simultaneously financial profitability and social impact. Immersing ourselves in the theoretical foundations of this concept, we can observe how it has its roots set decades ago, having the concept nevertheless evolved since then adopting currently a new defining framework. We can also see how it is present in both developed and emerging markets, existing the possibility to access it through many different investment instruments. Furthermore, we also study the profitability of such investments, reaching the conclusion that they do not show any disadvantage compared to traditional investment forms, as they reveal to have similar yields. Finally, the impact metrics aspect is especially regarded, due to the late progress occurred in the field because of the importance it acquires in enabling the future development of these investments.

KEYWORDS

Philanthropy, social good, sustainability, development, value creation, financial return, profitability, social impact, *Impact Investing*, social corporate responsibility, values.

Índice de epígrafes

1.	Introducción	9
1.1.	Justificación del tema.....	9
1.2.	Objetivos de la investigación	10
1.3.	Metodología de investigación	11
2.	Nacimiento, Evolución y Conceptualización Teórica del <i>Impact Investing</i>	12
2.1.	Origen y diferencia con otras figuras afines	13
2.2.	Desarrollo del concepto teórico y características.....	15
2.3.	Categorización de los inversores	18
3.	Extensión Actual del <i>Impact Investing</i>	22
3.1.	<i>Momentum</i>	22
3.2.	Extensión geográfica.....	25
3.3.	Extensión por sectores	26
3.4.	Extensión por tipos de activos	29
4.	Rentabilidad del <i>Impact Investing</i>	30
4.1.	Introducción a la cuestión de la rentabilidad	30
4.2.	Rentabilidades esperadas	30
4.3.	Rentabilidades alcanzadas	35
5.	Medida del <i>Impact Investing</i>	40
5.1.	Introducción y justificación del estado actual de la cuestión.....	40
5.2.	Herramientas de medida del impacto social en <i>Impact Investing</i>	42
5.2.1.	<i>Social Return on Investment (SROI)</i>	42
5.2.2.	<i>Impact Reporting and Investment Standards (IRIS)</i>	44
5.2.3.	<i>Global Impact Investing Rating System (GIIRS)</i>	46
5.3.	Relación y extensión del uso de las herramientas métricas expuestas	48
5.4.	Retos y perspectivas futuras de las herramientas de medida del <i>Impact Investing</i>	51
6.	Conclusiones	53
7.	Bibliografía.....	56
7.1.	Libros	56
7.2.	Artículos.....	57
7.3.	Informes	60

Índice de gráficos

Ilustración 1. Posicionamiento del Impact Investing.....	18
Ilustración 2. Objetivo de impacto principal	19
Ilustración 3. Posicionamiento de los segmentos de inversores en Impact Investing	20
Ilustración 4. ¿Estarías dispuesto a sacrificar parte del rendimiento financiero para conseguir un mayor impacto?.....	21
Ilustración 5. Planteamiento de inversión.....	21
Ilustración 6. Crecimiento de los activos sostenibles en E.E.U.U. (En billones de dólares)	25
Ilustración 7. Extensión geográfica de las inversiones.....	26
Ilustración 8. Extensión sectorial de las inversiones	27
Ilustración 9. Extensión sectorial de las inversiones en mercados desarrollados.....	28
Ilustración 10. Extensión sectorial de las inversiones en mercados emergentes.....	28
Ilustración 11. Extensión de las inversiones por tipos de activos	29
Ilustración 12. Posicionamiento de los inversores en relación con la existencia de un trade-off necesario entre rendimiento financiero e impacto social en <i>Impact Investing</i>	31
Ilustración 13. Objetivos de rendimiento financiero de los inversores	32
Ilustración 14. Rentabilidades esperadas por los inversores según su planteamiento de inversión indicado en la ilustración 5	33
Ilustración 15. Rendimientos esperados de los <i>Impact Investments</i> en comparación con los <i>benchmarks</i>	35
Ilustración 16. Rendimientos alcanzados frente a rendimientos esperados.....	36
Ilustración 17. Rendimientos alcanzados frente a rendimientos esperados, por zona geográfica	36
Ilustración 18. Rentabilidades alcanzadas en renta fija.....	37
Ilustración 19. Rentabilidades alcanzadas en renta fija (mercados desarrollados y mercados emergentes, respectivamente)	37
Ilustración 20. Evolución de los rendimientos alcanzados por empresas sostenibles	38
Ilustración 21. Importancia de herramientas métricas estandarizadas para el desarrollo de la industria	49
Ilustración 22. Utilización de herramientas de medida del impacto social	50

Ilustración 23. Utilización de ratings de terceras partes sobre factores sociales/medioambientales para la toma de decisiones de inversión	50
Ilustración 24. Frecuencia de medida del impacto y frecuencia de medida del rendimiento financiero.....	50

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Justificación del tema

La más reciente crisis financiera, desatada en 2008 a raíz del colapso inmobiliario en Estados Unidos, representa, indudablemente, un punto de inflexión en el mundo de las finanzas. Si bien no cabe generalizar, sí deviene necesario reconocer e identificar sus consecuencias a nivel global, las cuales alientan sobre el efecto negativo que el plano social sufre con inversiones poco acertadas, o mejor dicho, con mecanismos de inversión que sólo actúan bajo el cometido de obtener rentabilidad, atendiendo de esta manera únicamente al fin y no a los medios empleados¹. *Impact Investing* surge así con el ánimo de agilizar y posibilitar un cambio real en el modo en que las finanzas han venido siendo aproximadas. La crisis ha puesto de manifiesto cómo ética y finanzas no pueden ir en sentidos opuestos y cuán de necesario es reformular el modelo de establecimiento de objetivos de inversión de manera que éstos sean un fiel reflejo de la voluntad y personalidad subyacente de cada inversor. Además, esta crisis también ha mostrado la interdependencia de las economías a nivel internacional, dilucidando la alta conexión existente entre las distintas economías nacionales, lo que finalmente significa que todos estamos relacionados, existiendo, por ende, una interdependencia personal a nivel global. Por eso tiene sentido poner el énfasis en lo social y sostenible, porque al final, aunque parezca redundante, termina siendo más beneficioso para la sociedad no sólo en el momento presente, sino que también de cara a futuras generaciones².

La comprensión y consecuente asimilación de este contexto sucintamente descrito lleva necesariamente a la búsqueda de herramientas y formas de pensar innovadoras sobre cómo construir una sociedad en la que la sostenibilidad tenga la importancia necesaria tanto a nivel familiar como social. Una alternativa a dicha búsqueda es el desarrollo de

¹ Hummels, H. *Finance is Blind. We better steer towards Impact Investing*. SNS Asset Management. Pág. 1: “*The financial crisis has helped us to understand that massive amounts of money invested in the wrong direction have devastating social consequences. It is not that banks, investors and politicians were not forewarned. Already in 2003 Warren Buffett explained that financial derivatives, like CDOs, CDSs, MBSs, which are highly complex, “are time bombs and ‘financial weapons of mass destruction’ that could harm not only their buyers and sellers, but the whole economic system.” And he was not the only one, even though there weren’t many.*”

Disponibile en: <http://www.snsam.nl/Documents/Finance%20is%20Blind%20-%20Harry%20Hummels.pdf>, consultado el 20 de marzo de 2014.

² Bugg-Levine, A. y Emerson, J., (2011) *IMPACT INVESTING. Transforming How We Make Money While Making a Difference*. Estados Unidos, Jossey-Bass a Wiley Imprint. Págs. xi-xvi (prefacio).

esta forma de invertir, cuya adopción pone de relieve el sentido último de la misma, el cual radica precisamente en la superación del simple individualismo, trabajando cada uno sus fortalezas relativas para alcanzar una sociedad más unida y sostenible, adquiriendo conciencia, pues, del poder de cada individuo como motor en esta evolución del mundo financiero –evolución cuyos beneficios exceden los ámbitos social y financiero, puesto que a su vez da lugar a un beneficio personal para el inversor en tanto que al contribuir activamente en un proyecto de su parecer moral, la persona misma progresa en su propia realización personal.

En virtud de lo aducido, consideramos altamente relevante y muy interesante, en la fecha actual, realizar una investigación sobre esta nueva corriente de inversión denominada *Impact Investing*.

1.2.Objetivos de la investigación

El propósito de este trabajo de investigación, enmarcado dentro del ámbito de los mercados financieros, no es otro que ahondar en la parte en que éstos se relacionan con la ética y la sostenibilidad, para así estudiar y analizar la potencial compatibilidad real existente entre el mundo financiero y la ética. Se trataría pues, finalmente, de dilucidar la viabilidad real del concepto de *Impact Investing*, o formulado de otra manera, de resolver la siguiente cuestión: ¿Es rentable ser ético?

No obstante, en aras de alcanzar satisfactoriamente dicho objetivo, es preciso resolver otras cuestiones que necesariamente han de surgir a lo largo del proceso de investigación. Así, de cara a realizar un balance y evaluación global del *Impact Investing*, habrá que primero efectuar una clara delimitación teórica del concepto que sirva como punto de partida (objetivo de tipo descriptivo). A continuación, resulta indispensable observar el calado que dicho tipo de inversiones tiene en el mundo financiero actualmente –mediante el estudio de su extensión, tanto desde el punto de vista del ámbito geográfico que abarcan como el sectorial-, para poder deducir el lugar que pueden o podrían ocupar en el mismo en un futuro. Una vez alcanzados dichos niveles de conocimiento respecto del tema, la investigación se centrará en el análisis de los problemas que surgen respecto de esta forma de invertir en un plano más práctico, para averiguar las implicaciones y consecuencias reales de la misma (objetivo de tipo

explicativo), cobrando fundamental importancia la cuestión relativa a la forma de medida del rendimiento bipartito generado por estas inversiones.

Después de superar paulatinamente cada uno de estos objetivos secundarios, se alcanzarán unas conclusiones que pongan de manifiesto las posibles imperfecciones del concepto y consecuentes retos que habrán de superarse (objetivo de tipo normativo), con la finalidad de orientar el desarrollo futuro que ha de llevarse a cabo en este ámbito (objetivo de tipo predictivo).

1.3. Metodología de investigación

El trabajo consiste en la realización de una investigación deductiva, en tanto que parte de la formulación teórica del concepto de *Impact Investing*, para proceder posteriormente a su verificación o no, con base en el estudio de su conceptualización y desarrollo teórico, estado actual en el mundo de las finanzas y ejemplos prácticos. Como toda investigación deductiva, cobran una relevancia importante las metodologías cuantitativas, si bien a lo largo del trabajo también se hará un elevado uso de elementos típicos de la investigación cualitativa.

Así, de acuerdo con el propósito general de la investigación, se busca explicar y comparar la rentabilidad de las inversiones éticas frente al resto de inversiones tradicionales, a través de la evaluación de datos financieros cuyo estudio se aproxima mediante el análisis de información ya tratada (no partiendo de datos primarios para la elaboración de esta investigación). Resulta evidente, pues, el enfoque en encontrar las causas y beneficios de la obtención de valor combinado, esto es, la orientación de la investigación a la verificación de la teoría, adoptando una estructura o diseño hipotético-deductivo, cuyo fin es esencialmente la consecución de un resultado –de una respuesta a la pregunta de investigación- que además sea generalizable.

2. NACIMIENTO, EVOLUCIÓN Y CONCEPTUALIZACIÓN TEÓRICA DEL *IMPACT INVESTING*

Tradicionalmente, los mercados y sus agentes han limitado su propio ámbito de actuación ciñendo el mismo a lo estrictamente económico y financiero. De hecho, pese al desarrollo de modelos más integradores –a los cuales nos referiremos a continuación– cuya gestación y crecimiento constituyen una verdadera revolución del mundo de las finanzas, lo característico del funcionamiento de nuestro sistema es la separación existente entre los mercados financieros, cuyo fin desde el punto de vista del inversor es principal y mayormente la obtención de rendimiento financiero, y la caridad y filantropía destinada a contribuir al bien social y desarrollo de las comunidades que conformamos como seres humanos.

Se trata así de superar una doble asunción: ni el único propósito de invertir es ganar dinero, ni la única forma de solucionar los problemas sociales se halla en la caridad³. En definitiva, la finalidad última del *Impact Investing* radica precisamente en alcanzar dicha superación conceptual. De hecho, esta forma de invertir consiste en adoptar un enfoque integrador para la obtención de resultados positivos conjuntamente a nivel social y financiero o, en otras palabras, en hacer frente a problemas sociales con inversiones económicas⁴.

El *Impact Investing* propone una gestión del patrimonio individual de las personas conforme a su perfil –no en su sentido económico tradicional que sólo computa el binomio existente entre riesgo y rentabilidad, sino también considerando la esfera moral y ética de la persona. Conlleva naturalmente exigencias adicionales pero, a su vez, reporta beneficios palpables en planos diferenciados y de difícil y relativa ordenación jerárquica. Se parte, pues, de la convicción del potencial que encierra la actuación unísona de nuestros activos y valores y creencias⁵.

³ Krosinsky, C. y Robins, N., (2008) *Sustainable Investing: The Art of Long-Term Performance*. Reino Unido, Earthscan. Pág. 13.

⁴ Bugg-Levine, A. y Emerson, J., (2011) (*op. cit.*) Págs 4 y 5.

⁵ Landier, A. y Nair, V. B., (2009) *Investing for change. Profit from responsible investment*. Estados Unidos, Oxford University Press, Inc. Págs. 1-29.

2.1. Origen y diferencia con otras figuras afines

No obstante la naturaleza innovadora que, *a priori*, el concepto de *Impact Investing* parece albergar, lo cierto es que las raíces del mismo provienen de siglos atrás, datando las primeras inversiones con connotaciones éticas del siglo XVI, cuando las religiones – tanto el Islam, como el Judaísmo y el Cristianismo- determinaban las decisiones económicas y de inversión de acuerdo con su fe⁶. En Estados Unidos por ejemplo, los “cuáqueros”⁷ establecían prohibiciones a sus miembros en relación con la participación en actividades empresariales que guardaran algún tipo de vínculo con el tráfico de personas. Así, desde entonces, es de remarcar que han sido precisamente las instituciones religiosas las que han estado al frente en el ámbito de este tipo de inversiones cuyo principio rector siempre ha sido el utilizar el capital económico de forma que se lograra algún fin social positivo. Bajo el cometido de predicar con el ejemplo, su objetivo estribaba en asegurarse de que su capital no fuera dirigido o empleado en ninguna forma que contradijera sus creencias.

Avanzando en la evolución del concepto, en la época estadounidense de la Ley Seca – concretamente en el año 1928- surgió The Pioneer Fund, como primer fondo de inversión con una clara orientación ética puesto que se dirigía a permitir a los inversores evitar colocar sus inversiones en compañías involucradas en la industria del alcohol y el tabaco, entre otras. Por otro lado, en Reino Unido se estableció en el año 1948 la organización Commonwealth Development Corporation con el objetivo de invertir en los países más pobres dentro de los países en vías de desarrollo. Así, junto con los posteriores movimientos en pro de la paz y el medioambiente que fueron sucediéndose a lo largo de los años 1960 y siguientes hasta 1980, las inversiones éticas dieron un paso más, dando lugar al concepto de inversiones socialmente responsables. Este concepto se sostenía sobre la filtración negativa de compañías⁸, en el sentido de que consistía en excluir a compañías o sectores con base en criterios éticos, medioambientales y sociales.

⁶ UBS, (2013) *Research Focus: Sustainable Investing*. Pág. 5. Disponible solo en la base de datos interna de UBS.

⁷ El término cuáqueros hace referencia a la Sociedad Religiosa de los Amigos, la cual se constituyó en Inglaterra como una comunidad religiosa disidente y se extendió posteriormente en Estados Unidos. Aunque ellos mismos se llamaron “amigos”, comúnmente se les conocía como “*quakers*” o “tembladores”. No tenían un credo oficial, contando con muchas creencias diferentes, y se consideran, no obstante, como una de las iglesias de paz históricas.

⁸ Fernández Izquiero, M. A., (2011) “La inversión socialmente responsable. Situación actual en España”. *Observatorio de Divulgación Financiera*, Número 11. Pág. 2. Disponible en: <http://www.iefweb.org/es/finanzas/visordocumentospdf/25>, consultado el 18 de marzo de 2014.

A este respecto, The Prudential Insurance Company of America fundó en 1976 un programa de inversiones socialmente responsables, en el cual ha invertido, desde el momento de su fundación, más de mil millones de dólares⁹.

A continuación, el concepto de inversiones socialmente responsables fue superado, en cierta medida -o ampliado más bien-, con la comprensión por parte de la sociedad de que, además de evitar compañías cuyas prácticas no resultaran loables, podía extenderse el objetivo a la búsqueda simultánea de compañías cuya forma de desenvolverse fuera deseable. De esta manera, se introdujo el concepto de filtración positiva de las empresas¹⁰ y aumentó la preocupación por el largo plazo, todo ello de la mano del desarrollo de las inversiones sostenibles, a raíz del toque de atención que dio la Comisión Mundial sobre el Medioambiente y el Desarrollo en el año 1987, poniendo los cimientos para esta corriente de inversiones al destacar la relevancia social del concepto de sostenibilidad, prestando la siguiente definición “*sustainable development is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*”¹¹. En virtud de ello, se asumió la convicción de que aquellas empresas que contaran con un modelo empresarial sostenible –esto es, que tuvieran un comportamiento ético, respetaran el medioambiente y trataran a sus trabajadores positivamente- serían más rentables a largo plazo. Dicho convencimiento se tradujo en una nueva oleada de inversores sostenibles, cuyas decisiones de inversión cabe enmarcar en el concepto adoptado al respecto por parte de Eurosif: “*proceso de inversión que combina objetivos de inversión financiera y aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo (criterios ASG) en la toma de decisiones de inversión.*”^{12 y 13}

⁹ O’Donohe, N., Leijonhufvud, C. y Saltuk, Y., (2010) *Impact Investments. An emerging asset class*. J.P.Morgan. Pág. 15. Disponible en: <http://www.rockefellerfoundation.org/uploads/files/2b053b2b-8feb-46ea-adbd-f89068d59785-impact.pdf>, consultado el 3 de marzo de 2014.

¹⁰ Fernández Izquiero, M. A., (2011) (*op. cit.*) Pág. 2: “*Búsqueda y selección de las compañías con mejores comportamientos socialmente responsables, así como aquellas que producen servicios y/o bienes positivos. Incluye best-in-class (las mejores empresas) y selección de los pioneros*”.

¹¹ Naciones Unidas, Comisión Mundial sobre el Medioambiente y el Desarrollo, (1987) *Brundtland Report*. Disponible en: http://conspect.nl/pdf/Our_Common_Future-Brundtland_Report_1987.pdf, consultado el 1 de marzo de 2014.

¹² Eurosif, (2010) *European SRI Study 2010*. Pág. 8. Disponible en: <http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/2010>, consultado el 30 de enero de 2014.

¹³ Otra definición de inversiones sostenibles la encontramos en: UBS, (2013) (*op. cit.*) Pág. 7: “*Building on traditional investment approaches, sustainable investing incorporates environmental, social, governance and other fundamental sustainability factors into the investment decision-making process to both preserve and create value for investors. This rounded approach to investing seeks to generate*

Si bien estos tipos de inversiones redundaban claramente en impactos positivos para la sociedad, no cabe denominarlos ahora como *Impact Investments* –pese a que claramente constituyen el contexto de su gestación y punto de partida de su desarrollo- ya que, por definición, no buscaban de forma intencionada y explícita el alcance de un doble objetivo social o medioambiental (que sea medible) y financiero, según ya hemos podido advertir y como, a continuación, explicaremos se da en sede de *Impact Investing*.

2.2.Desarrollo del concepto teórico y características

El término *Impact Investing* fue acogido por vez primera por parte de la organización Global Impact Investing Network en 2007 y hace alusión a una forma de invertir que persigue la generación de cierto valor combinado a través de la consecución simultánea de rendimiento financiero y mejora intencionada y medible de las condiciones sociales y medioambientales. La referida organización lo define específicamente como aquellas inversiones realizadas en empresas, organizaciones y fondos, con la intención de generar un impacto social o medioambiental que sea mensurable, obteniendo a la vez rendimiento financiero¹⁴. O, en palabras de la Fundación Rockefeller, se trata de capital que se coloca fuera de los mercados tradicionales –ya sean de renta variable o de renta fija- y que da lugar a la obtención de un valor social o medioambiental además de cierto rendimiento financiero¹⁵. De estas definiciones acuñadas por distintas entidades del sector cabe inferir que a través de los *Impact Investments* se busca invertir en empresas que cuentan con una misión social y que abordan retos globales urgentes, socialmente hablando, mediante la utilización de mecanismos de mercado y bajo la premisa de generar un resultado o cambio social palpable, esto es, medible.

En este sentido, resulta evidente cómo se diferencia de otras figuras afines, tales como las mencionadas en el apartado anterior de este trabajo, separándose así del concepto de inversiones socialmente responsables, en tanto en cuanto el *Impact Investing* persigue activamente la generación de impacto positivo en la sociedad y, frente a becas y

competitive risk-adjusted returns. It also provides a framework that enables investors to have their values reflected in their financial portfolio and have a positive impact on society through their investments.”

¹⁴ GIIN. *About Impact Investing*. Disponible en: <http://www.thegiin.org/cgi-bin/iowa/resources/about/index.html> , consultado el 18 de marzo de 2014.

¹⁵Citado en: Niggemann, G. y Brägger, S., (2011) *Socially Responsible Investments. Introducing Impact Investing*. Wealth Management Research, UBS. Disponible en la base de datos interna de UBS.

subvenciones que configuran la industria filantrópica, exige la generación de rendimiento económico o financiero.

Por consiguiente, esta forma de invertir se establece como un nuevo segmento en el mercado financiero, posicionándose en el mismo a medio camino entre las inversiones tradicionales y la caridad filantrópica, mediante la propuesta de un enfoque holístico de la creación de valor, caracterizada por los siguientes rasgos identificados por los autores Grabenwarter, U. y Liechtenstein, H.,¹⁶:

- Orientación a la obtención de beneficio:

Constituye un presupuesto necesario para la consideración de este concepto como una inversión propiamente dicha, que mediante el mismo exista la posibilidad de obtener un beneficio económico o financiero, esto es, que la orientación que tenga sea precisamente –pese a que ésta no sea exclusiva- a la consecución de ganancias en términos financieros. Por ello se trata de una actividad autosuficiente -en contraposición a la filantropía, ya que ésta se halla sujeta a la obtención de financiación- y, por ende, sostenible *per se*, en el sentido de que no guarda dependencia alguna frente a factores externos. Esta cualidad habilita a los *Impact Investments* a formar parte de una estrategia de asignación de activos, con base en los perfiles generales de riesgo y rentabilidad, y ser por ello directamente incluida en las carteras de inversión tradicionales, en función del perfil del inversor de que se trate, teniendo el potencial de alcanzar gran escala debido, en definitiva, a su carácter rentable.

- Correlación entre el impacto y el rendimiento financiero:

Esta particularidad implica que el origen del rendimiento financiero no puede aparecer dissociado de aquél del rendimiento social. Si una empresa o modelo empresarial es el medio por el que se va a lograr un determinado impacto, por definición tiene que existir una correlación positiva entre el impacto o rendimiento social y el rendimiento financiero de la empresa. Esto es así ya que, en el caso contrario, de suponer el referido impacto un coste para la empresa en términos financieros, en realidad estaríamos ante una forma de filantropía encubierta.

¹⁶ Grabenwarter, U. y Liechtenstein, H., (2012) *In search of gamma, an unconventional perspective on Impact Investing*. IESE Business School. Págs. 10-12. Disponible en: <http://www.iese.edu/en/files2/foc.pdf>, consultado el 19 de febrero de 2014.

- Impacto intencionado cuyo efecto para la sociedad es positivo:

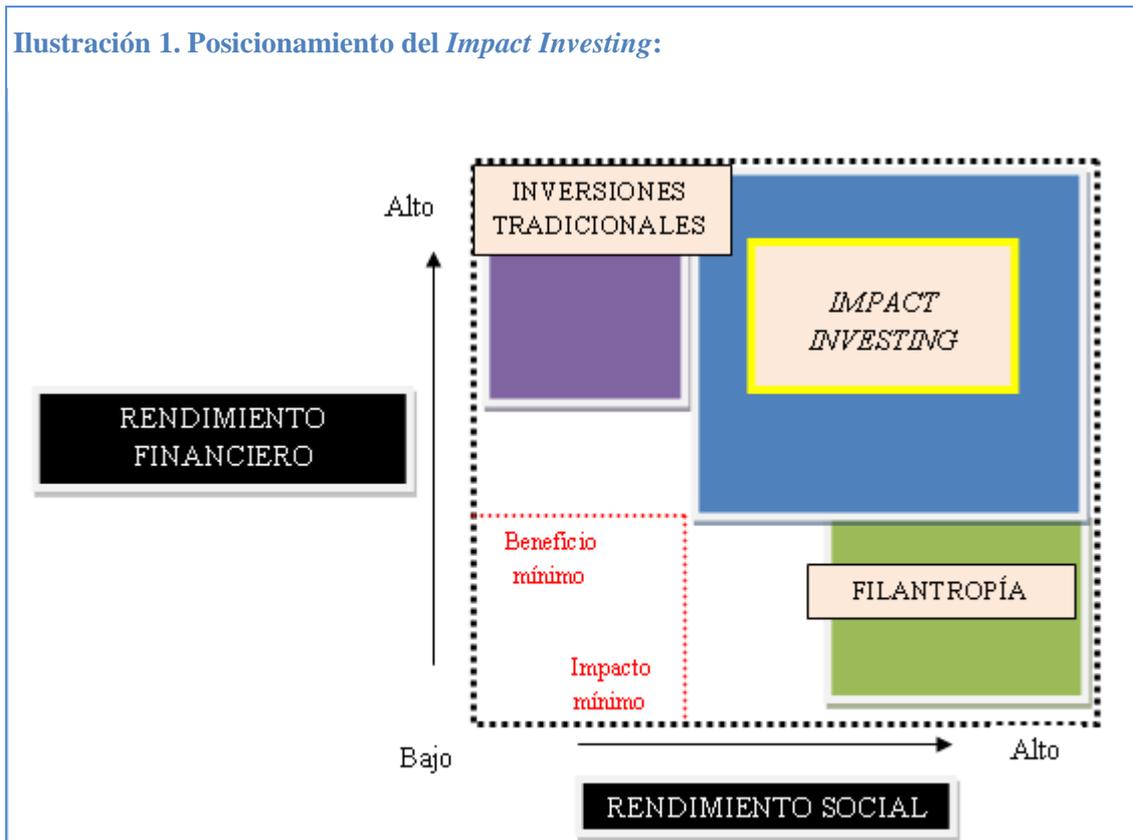
El impacto conseguido a través del *Impact Investing* ha de ser, necesariamente, deliberado. Esto es importante puesto que sería muy ingenuo obviar que, en líneas generales, toda actividad humana conlleva, aunque no sea inmediatamente, algún tipo de impacto social. Por ello cobra relevancia en la definición de este concepto la intencionalidad del referido impacto, no siendo posible que éste sea meramente casual o fortuito. En consecuencia, el impacto social ha de ser tangible y es preciso que se pueda establecer un nexo causal entre la inversión y el impacto, de forma que se pueda expresar el cambio o impacto social ocurrido como claro corolario o resultado de la inversión realizada. Asimismo, resulta evidente el hecho de que el referido impacto ha de redundar en algún beneficio para la sociedad, con independencia de la naturaleza del mismo.

- Impacto medible:

Al configurarse el impacto social como uno de los objetivos del *Impact Investing*, es indispensable que éste sea medible para dotar de sentido al concepto de inversión con impacto. La relevancia de este atributo es tal que dedicamos un apartado específico para la exposición, desarrollo y evaluación del estado actual de la métrica existente en el campo del impacto social, al cual nos remitimos.

Lo expuesto hasta ahora queda reflejado de forma gráfica en la siguiente ilustración, cuya finalidad es esclarecer el posicionamiento que el *Impact Investing* ocupa en el panorama financiero actual.

Ilustración 1. Posicionamiento del *Impact Investing*:



Fuente: Elaboración propia.

2.3. Categorización de los inversores

Si bien todos los inversores en *Impact Investing* comparten la visión de alcanzar de forma combinada y conjunta rendimiento financiero y social, cabe establecer una subdivisión de los mismos en dos grupos en atención al foco principal de su interés^{17y 18}.

Por un lado encontramos a los inversores *Impact First*. Éstos conceden mayor relevancia al referido rendimiento social y su objetivo se constituye, pues, en torno al logro de la optimización del impacto social o medioambiental, asegurando un rendimiento financiero mínimo. En consecuencia, el rendimiento financiero esperado es

¹⁷ Monitor Institute, (2009) *Investing for Social & Environmental Impact*. Disponible en: http://www.monitorinstitute.com/impactinvesting/documents/InvestingforSocialandEnvImpact_FullReport_004.pdf, consultado el 1 de marzo de 2014.

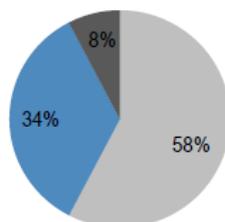
¹⁸ Bridges Venture y The Parthenon Group, (2012) *Investing FOR Impact. Case Studies across asset classes*. Disponible en: <http://www.parthenon.com/GetFile.aspx?u=%2FLists%2FThoughtLeadership%2FAttachments%2F15%2FInvesting%2520for%2520Impact.pdf>, consultado el 1 de marzo de 2014.

menos exigente, significando esto que los inversores estarían dispuestos a aceptar rendimientos inferiores a los del mercado en inversiones cuyo riesgo asociado es mayor, sólo para colaborar en el alcance satisfactorio de objetivos sociales o medioambientales que serían difíciles de lograr a través de inversiones con rendimientos financieros de mercado. Procede concretar que, en relación con el objetivo de impacto perseguido por los inversores, existe una clara mayoría que prioriza el impacto social sobre el medioambiental, siendo éste, no obstante, también importante, tal y como cabe observar en la siguiente ilustración que refleja en términos porcentuales el posicionamiento de los inversores en relación con sus objetivos de impacto prioritarios.

Ilustración 2. Objetivo de impacto principal:

52 respondents chose one answer

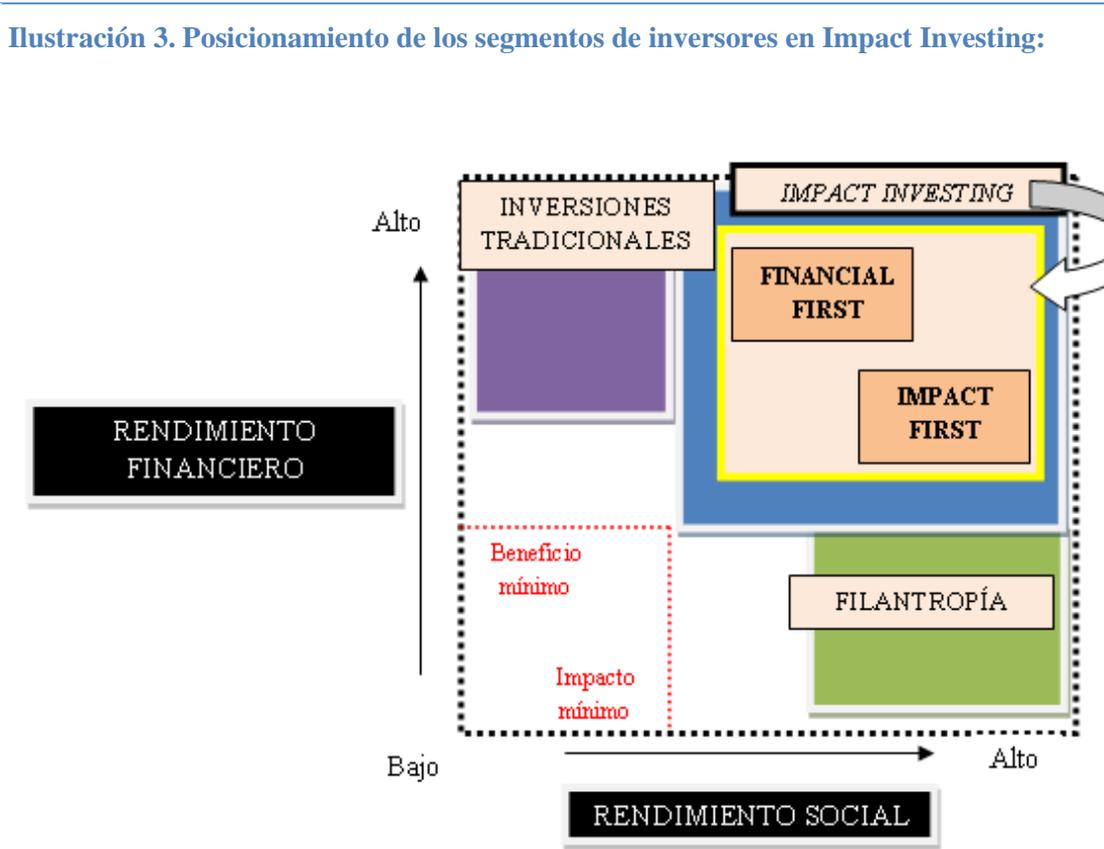
■ Social ■ Both ■ Environmental



Fuente: Saltuk, Y., (2013) *Perspectives on Progress. The Impact Investor Survey*. J.P.Morgan. Pág. 7. Disponible en: <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=37392097>, consultado el 24 de febrero de 2014.

Por otro lado, cabe diferenciar a los inversores *Financial First*. Éstos, en contraposición al grupo anterior, otorgan un papel principal al aspecto financiero de sus inversiones, constituyendo de esta manera su objetivo primordial la optimización o maximización de beneficios en términos financieros, asegurando un rendimiento social mínimo. Este grupo de inversores suele estar formado por inversores comerciales tradicionales que buscan conseguir rendimientos de mercado, los cuales redunden a la vez en algún tipo de bien para la sociedad.

La clasificación expuesta se explica gráficamente de la siguiente manera.



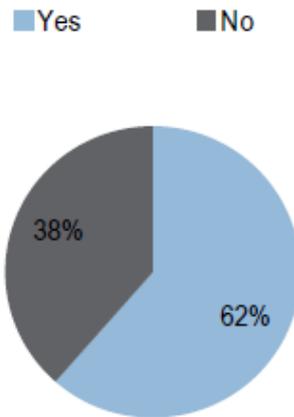
Fuente: Elaboración propia.

De la categorización expuesta, es preciso destacar que tienen una mayor representación en el mercado del *Impact Investing* los inversores *Impact First*, pues sólo el 38% de los encuestados en un estudio realizado por J.P.Morgan¹⁹ manifestaron que no estarían dispuestos a sacrificar rendimiento financiero en aras de obtener un mayor nivel de impacto social o medioambiental (según se muestra a continuación de forma gráfica, en la ilustración 4). Asimismo, la ilustración 5 es confirmatoria de lo aducido, reflejando que sólo el 21% de los inversores encuestados se corresponde con la categoría *Financial First*, ya que el resto o bien busca optimizar el impacto social a lograr o equilibrar ambos tipos de resultados, según cabe observar en la referida ilustración.

¹⁹ Saltuk, Y., (2011) *Insight into the Impact Investment Market. An in-depth analysis of investor perspectives and over 2200 transactions*. J.P.Morgan. Disponible en: http://www.thegiin.org/cgi-bin/iowa/download?row=334&field=gated_download_1, consultado el 28 de febrero de 2014.

Ilustración 4. ¿Estarías dispuesto a sacrificar parte del rendimiento financiero para conseguir un mayor impacto?

52 respondents chose one answer

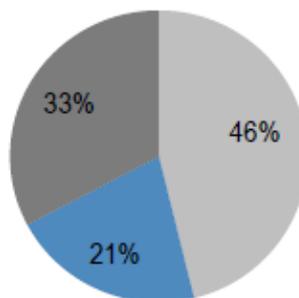


Fuente: Saltuk, Y., (2011) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 10.

Ilustración 5. Planteamiento de inversión:

52 respondents chose one answer

- Balance both financial returns and impact
- Optimize financial returns with an impact floor
- Optimize impact with a financial floor



Fuente: Saltuk, Y., (2011) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 10.

3. EXTENSIÓN ACTUAL DEL *IMPACT INVESTING*

3.1. *Momentum*

Tras haber recorrido la conceptualización teórica del concepto de *Impact Investing*, en particular sus orígenes y desarrollo hasta el momento actual, resulta oportuno cuestionarse los motivos subyacentes impulsores de este desarrollo.

En primer lugar, la crisis financiera de 2008 ocupa un puesto central y fundamental en este contexto. A raíz de la misma, el énfasis en el beneficio a corto plazo se ha ido disipando en cierta medida, cobrando en contra una relevancia considerable el largo plazo²⁰. Además, los inversores han desviado sus objetivos en busca de una menor volatilidad que puede ser alcanzada mediante una mayor diversificación²¹. Dicha preocupación por la volatilidad de las carteras trae causa de las marcadas oscilaciones de las cuales los mercados financieros han sido testigos en la última década. En cuanto a la diversificación como modo de acercarse a la reducción de la volatilidad, Monitor Institute destaca que está apareciendo un interés mayor en este ámbito del mercado –así como también en relación con las microfinanzas- debido a la poca correlación que mantiene con el mercado financiero tradicional²².

Por otro lado, otro de los motores del *Impact Investing* se encuentra en la comprensión por parte de la sociedad de la incapacidad de los gobiernos y servicios públicos o incluso obras filantrópicas para lidiar satisfactoriamente con los retos sociales y medioambientales que a nivel global presentan mayor urgencia y necesidad. La presidenta de la Fundación Rockefeller, Judith Rodin, hace alusión a esta carencia, incidiendo en que las donaciones caritativas no proveen el capital requerido, estando claramente mejor posicionados para actuar al respecto el sector privado y, con él, los inversores –ya sean individuales o institucionales²³.

²⁰ Krosinsky, C. y Robins, N., (2008) (*op. cit.*) Pág. 3: “*The economic crisis has proven the need of the principle of intergenerational justice, adding a time dimension to the delivery of development so that long-term durability is not compromised by short-term speculation.*”

²¹ Martin, M., (2013) “Making Impact Investible”, *Impact Economy Working Papers*, Vol. 4. Pág. 8. Disponible en: <http://www.impacteconomy.com/download/Impact%20Economy%20-%202013%20-%20Making%20Impact%20Investible.pdf>, consultado el 2 de febrero de 2014.

²² Monitor Institute, (2009) (*op. cit.*) Pág. 16.

²³ Bridges Venture y The Parthenon Group, (2012) (*op. cit.*) Pág. 10.

Siguiendo esta convicción, el sector privado representa la clave de cara al futuro, no sólo en relación con los mercados en vías de desarrollo, sino que también con los ya desarrollados²⁴. Así, respecto de estos últimos, Martin, M.²⁵ trae a colación un estudio realizado por Accenture y Oxford Economics, en el cual se pone de relieve la manifiesta carencia de recursos públicos para afrontar la correspondiente demanda relativa a los servicios públicos –alcanzando las proyecciones de esta brecha para 2025 los 100 mil millones en Francia y 80 mil millones en Alemania. Frente a esta inhabilidad del sector público, el capital privado orientado en esta dirección (véase el *Impact Investing*) sí se halla revestido de la capacidad suficiente para cubrir las deficiencias expuestas, adquiriendo, por ende, en el futuro próximo un papel protagonista en la superación de esta situación.

Por otro lado, desde el punto de vista de las economías y naciones en vías de desarrollo, el rol que las inversiones provenientes del sector privado pueden adquirir es primordial y decisivo. Pero es que además de ser muy necesarias, estas inversiones representan una oportunidad de mercado para el sector privado, atendiendo fundamentalmente a las cifras –las cuales por sí solas revelan la dimensión del asunto. Así, el segmento *Bottom of the Pyramid* (en adelante, *BoP*)²⁶ se halla insuficientemente atendido por parte de los mercados tradicionales, constituyendo estos 4 mil millones de personas una clase emergente con demanda insatisfecha y necesidades apremiantes, las cuales podrían dar lugar al desarrollo de un extenso tejido empresarial a nivel local, principalmente a través del emprendimiento social a pequeña escala²⁷. La financiación de este tipo de emprendimiento representa una de las ramas que el concepto genérico de *Impact Investing* pretende abarcar, siendo, según cabe entrever de lo expuesto, una oportunidad para el desarrollo de esta forma de invertir²⁸.

²⁴ Bridges Venture y The Parthenon Group, (2012) (*op. cit.*) Pág. 4.

²⁵ Martin, M., (2013) *Status of the Social Impact Investing Market: A Primer*. Cabinet Office e Impact Economy. Disponible en: http://www.impacteconomy.com/papers/IE_PRIMER_JUNE2013_EN, consultado el 13 de febrero de 2014.

²⁶ El término “Bottom of the Pyramid” hace referencia a los 4 mil millones de personas, pertenecientes en su mayor parte a países en vías de desarrollo, que viven con menos de dos dólares al día, según confirma Martin, M., (2013) “Making Impact Investible”, *Impact Economy Working Papers*, Vol. 4. Pág. 11.

²⁷ Minici, J. y Dominicé, R., (2013) *Small Enterprise Impact Investing. Exploring the missing middle beyond microfinance*. Symbiotics. Págs. 5 y 9. Disponible en: <http://smefinanceforum.org/post/small-enterprise-impact-investing-exploring-the-%E2%80%9Cmissing-middle%E2%80%9D-beyond-microfinance>, consultado el 30 de enero de 2014.

²⁸ O’Donohe, N., Leijonhufvud, C. y Saltuk, Y., (2010) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 40.

A modo de resumen, puede inferirse de lo anterior que la más reciente crisis financiera a nivel global, junto con la comprensión de las limitaciones de ambos sector público e industria filantrópica, así como el creciente interés surgido en torno al segmento *BoP*, hacen del momento actual una coyuntura ideal para el desarrollo del *Impact Investing* a gran escala.

En virtud de lo expuesto, el *Impact Investing* se encuentra, según la opinión mayoritaria del sector²⁹, en un momento inicial de su desarrollo, siendo considerado aún como un mercado naciente o emergente, en tanto en cuanto su extensión total se estima alcanza en la actualidad los 36 mil millones de dólares³⁰. Existe evidencia suficiente que avala el potencial de esta corriente de inversiones y la importancia de este momento como clave y punto de inflexión en el desarrollo de las mismas, situándose las previsiones de su crecimiento altamente optimistas³¹, pues se estima un crecimiento de este ámbito de mercado en los próximos años hasta 2020 de más de 400 mil millones de dólares³² - crecimiento que, pese a ser muy acentuado, es preciso poner en relación con el tamaño total del mercado, el cual se prevé será de 900 billones de dólares a finales de 2020³³, representando, por ende, el ámbito relativo al *Impact Investing* únicamente un 0,1% del total de los activos financieros a nivel global.

Resulta oportuno asimismo apuntar al hecho de que el crecimiento referido no es exclusivo de los *Impact Investments*, sino que más bien refleja una tendencia en lo que a inversiones sostenibles se refiere, llegando éstas a una cifra total aproximada de 13 billones de dólares, cifra que ha manifestado un crecimiento tal que ha doblado su extensión en el mercado en los últimos 10 años. La siguiente ilustración refleja el

²⁹ World Economic Forum Investors Industries y Deloitte Touche Tohmatsu, (2013) *From the Margins to the Mainstream. Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors*. Pág. 10. Disponible en: http://www3.weforum.org/docs/WEF_II_FromMarginsMainstream_Report_2013.pdf, consultado el 2 de febrero de 2014.

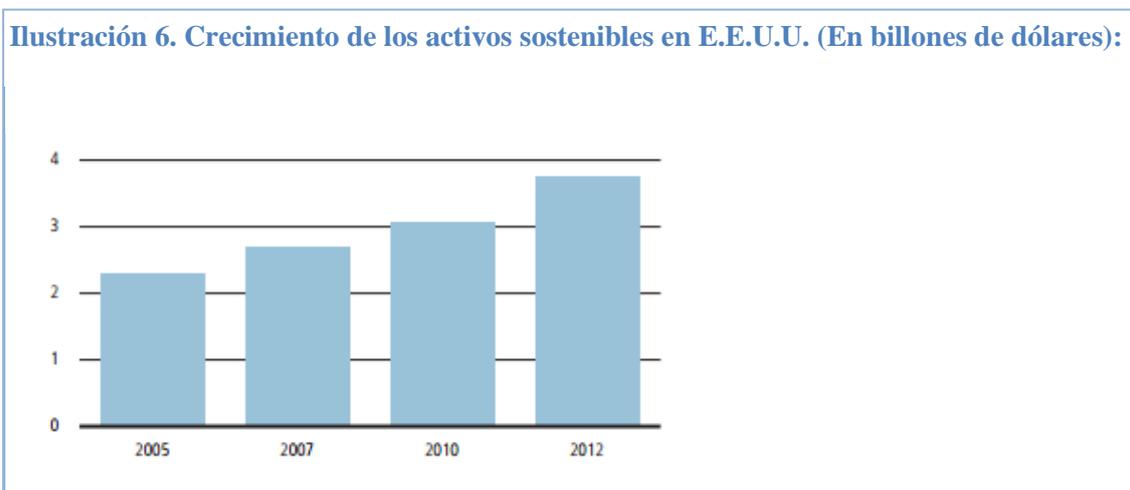
³⁰ Martin, M., (2013) *Status of the Social Impact Investing Market: A Primer*. Cabinet Office e Impact Economy. Pág. 5.

³¹ Niggemann, G. y Brägger, S., (2011) (*op. cit.*) UBS. Pág. 4: “*The Impact Investing market has been gaining traction over the past few years and is in our view at an inflection point. Interest and demand is moving from a small number of philanthropically minded pioneers and charitable foundations to a larger number of investors. This is confirmed by numerous market studies, surveys and by feedback from our own client base. We believe Impact Investing could grow to become a significant market over the next five years and above all, we believe it can become a mainstream type of investment for philanthropists, foundations and a larger section of private clients.*”

³² Saltuk, Y., (2011) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 5.

³³ Bain & Company, (2012) *World Awash in Money: Capital trends through 2020*. Disponible en: http://www.bain.com/Images/BAIN_REPORT_A_world_awash_in_money.pdf., consultado el 3 de febrero de 2014.

crecimiento de estas inversiones en el mercado estadounidense, poniendo de relieve claramente la tendencia que ha sido referida.



Fuente: UBS, (2013) (*op. cit.*) Pág. 8.

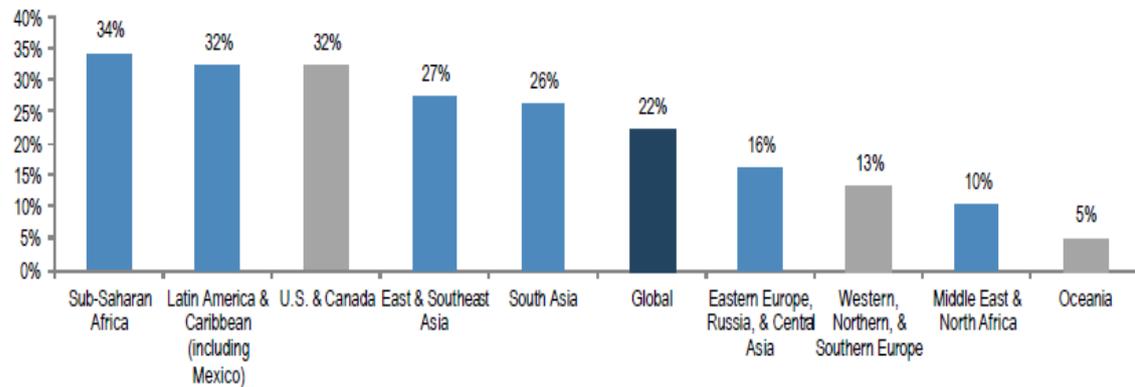
3.2. Extensión geográfica

La distribución geográfica de los *Impact Investments* puede dividirse, inicial y conceptualmente, entre inversiones en mercados desarrollados e inversiones en mercados en vías de desarrollo. Esta especialización geográfica por parte de los inversores responde principalmente a una ideología o valores determinados, los cuales guían las decisiones de inversión atendiendo a las preferencias particulares que pueden ser bien ayudar a los más desfavorecidos en las naciones más desamparadas, o bien darle prioridad a los necesitados en el entorno concreto del inversor. Un estudio realizado por J.P.Morgan³⁴ revela que el foco principal del *Impact Investing* se halla en los mercados en vías de desarrollo y economías emergentes, destacando por encima del resto los siguientes territorios: África subsahariana, América Latina y el Caribe así como el este y sudeste asiático. En relación con las regiones desarrolladas, cobran una especial relevancia las oportunidades que Estados Unidos y Canadá presentan. La siguiente ilustración refleja los resultados alcanzados por el estudio referido en cuanto a distribución geográfica de las inversiones en *Impact Investing* –estudio en el que los participantes seleccionaban aquellas regiones en las cuales tomaban partida con *Impact Investments*.

³⁴ Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan.

Ilustración 7. Extensión geográfica de las inversiones:

Number of respondents = 99; Respondents chose all that apply; Light blue indicates EM, grey indicates DM and dark blue highlights global



Fuente: Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 6.

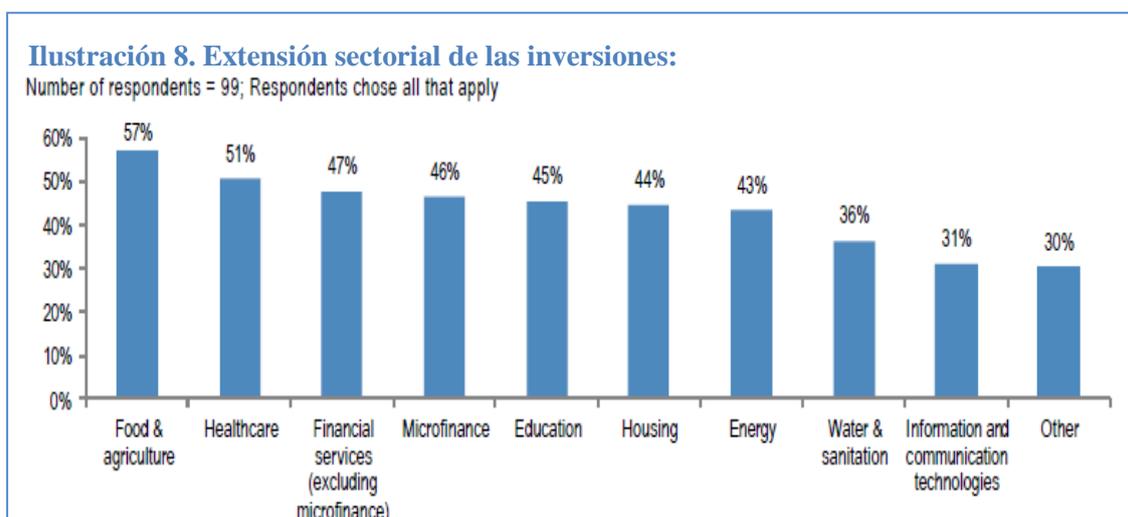
3.3. Extensión por sectores

Tradicionalmente, el sector que por excelencia protagonizaba la mayor parte de las inversiones éticas, socialmente responsables o sostenibles venía siendo el financiero, en tanto en cuanto se estimaba como propulsor de la actividad económica y, por ende, del desarrollo económico de una nación. Sin embargo, en el momento actual cobran más importancia otros sectores, apareciendo precisamente el sector agricultor y de la alimentación como foco principal de inversiones en el ámbito del *Impact Investing*. Así, cabe observar en la siguiente ilustración como este sector está a la cabeza, siguiendo al mismo el sector sanitario y dejando en tercer lugar el relativo a los servicios financieros³⁵. Es importante denotar aquí el cambio de tendencia acaecido, pues si atendemos a los resultados obtenidos dos años atrás por un estudio similar³⁶ (también ejecutado por J.P.Morgan), resulta sorprendente el incremento de la relevancia de los sectores agricultor y de la alimentación y el sanitario, representando éstos en 2011 sólo el 15% y el 3% de las inversiones en *Impact Investing*, respectivamente. Por otro lado, el estudio también arroja luz sobre un factor importante, siendo éste el hecho de que los inversores, en su mayor parte, se centran en distintos sectores a la vez —concretamente el 86% de los encuestados manifiestan su no focalización en un único sector, diversificando y destinando su capital a sectores diferenciados, por razones no sólo

³⁵ Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 6.

³⁶ Saltuk, Y., (2011) (*op. cit.*) J.P.Morgan.

vinculadas con el riesgo sino que también como consecuencia de los objetivos que en el campo social o medioambiental buscan alcanzar. La siguiente ilustración refleja los resultados alcanzados por el estudio referido en cuanto a la distribución sectorial de las inversiones en *Impact Investing* –estudio en el que los participantes seleccionaban aquellos sectores en los cuales tomaban partida con *Impact Investments*.



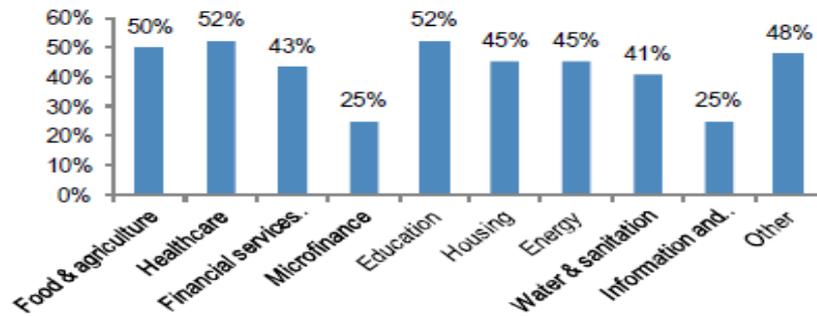
Fuente: Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 6.

En esta misma línea, deviene interesante a su vez analizar si la extensión por sectores del *Impact Investing* es consistente en términos globales o si, más bien, ésta presenta diferencias en función del mercado de que se trate. En este sentido, resulta lógico prestar especial atención a las diferencias que surgen entre los mercados desarrollados y aquéllos que se hallan en vías de desarrollo, cometido al cual nos acercamos mediante el análisis de las siguientes ilustraciones que reflejan precisamente la orientación sectorial distinta que las inversiones toman en unos y otros mercados. Así, los inversores en mercados desarrollados revelan una preferencia por los sectores sanitario y educativo, a los que siguen el agricultor, energético e inmobiliario. Frente a dicha inclinación en los mercados desarrollados, los inversores en mercados emergentes se decantan más por el sector agricultor en primer lugar y, seguidamente, por el de los servicios financieros³⁷. Estas diferencias son justificables desde la base de las necesidades que más apremian en cada mercado, siendo evidente que el orden de prioridades marcado por las referidas necesidades que se dan en los mismos define la organización sectorial del capital proveniente del *Impact Investing*.

³⁷ Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 6.

Ilustración 9. Extensión sectorial de las inversiones en mercados desarrollados:

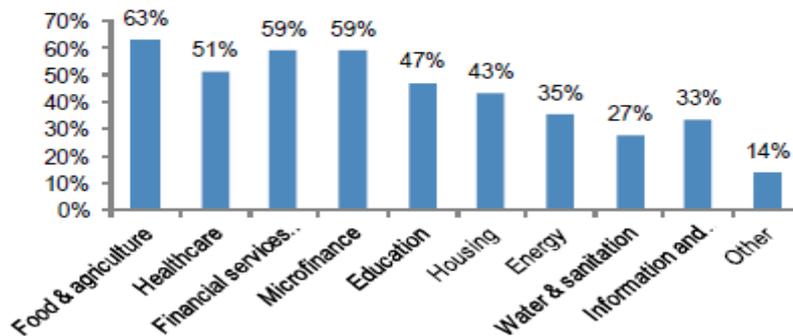
Number of respondents = 44; Sector focus reported by any respondent that invests in developed markets (12 also invest in emerging markets)



Fuente: Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 7.

Ilustración 10. Extensión sectorial de las inversiones en mercados emergentes:

Number of respondents = 51; Sector focus reported by any respondent that invests in emerging markets (12 also invest in developed markets)

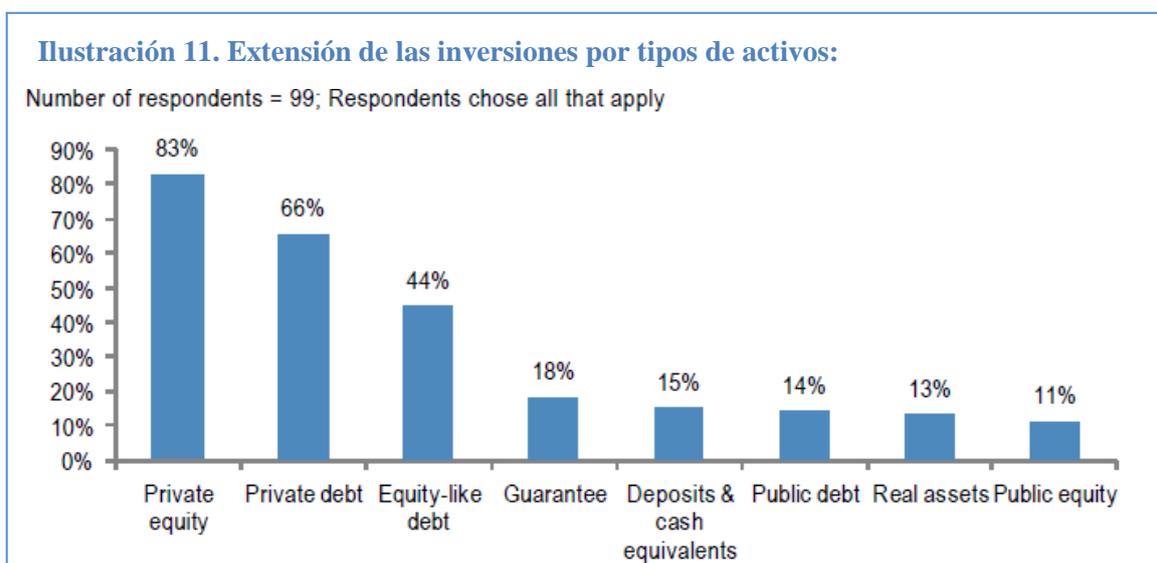


Fuente: Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 7.

3.4. Extensión por tipos de activos

Si bien la noción de *Impact Investing* surgió ofreciendo posibilidades de inversión exclusivamente en el marco del *private equity* y el capital riesgo, en los últimos años es remarcable el desarrollo experimentado por este tipo de inversiones, puesto que la mayoría de los *Impact Investments* ya no consisten en préstamos de microfinanzas ni inversiones en *start-ups* socialmente responsables, sino que, a día de hoy, existen posibilidades de inversión a lo largo de todo el espectro de activos financieros en el mercado, desplegando una amplia variedad en cuanto a opciones de riesgo, rendimiento financiero y nivel de impacto se refiere³⁸.

La siguiente ilustración refleja lo aducido, pues pone de manifiesto el vasto margen de posibilidades que el *Impact Investing* ofrece, revelando no obstante que, pese a la variedad ofrecida, sigue ocupando una posición dominante el activo relativo al *private equity*³⁹, el cual suele ser accedido más bien mediante fondos de inversión como consecuencia de los altos niveles de capital de inversión mínimo que exigen⁴⁰.



Fuente: Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 9.

³⁸ World Economic Forum Investors Industries y Deloitte Touche Tohmatsu, (2013) (*op. cit.*) Pág. 18.

³⁹ Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 9.

⁴⁰ World Economic Forum Investors Industries y Deloitte Touche Tohmatsu, (2013) (*op. cit.*) Pág. 18.

4. RENTABILIDAD DEL *IMPACT INVESTING*

4.1. Introducción a la cuestión de la rentabilidad

Resulta imprescindible en el análisis del *Impact Investing* el estudio de la rentabilidad que estas inversiones ofrecen. Al dejar de ser el foco exclusivo de la inversión, en tanto que el enfoque ahora es doble o compartido, se generan dudas e incertidumbre en relación con su viabilidad en términos financieros. La concentración en un objetivo de rendimiento bipartito, buscando por un lado impacto social o medioambiental y por otro lado una rentabilidad económica, ocasiona cierta inseguridad en los mercados ya que, por un lado, los inversores impulsados por la búsqueda de rendimiento financiero siempre han venido asociando el impacto social o medioambiental con una pérdida de rentabilidad, mientras que, por otro lado, los inversores con un móvil principalmente social o medioambiental temen que el foco que explícitamente aparece en estas inversiones sobre el rendimiento financiero merme o incluso impida la causa social de sus inversiones⁴¹. Debido a la trascendencia de esta cuestión y su carácter esencial al concepto teórico de esta forma de invertir, deviene oportuno y necesario su estudio y esclarecimiento.

4.2. Rentabilidades esperadas

Debido a la heterogeneidad que caracteriza a los inversores en este contexto como consecuencia del enfoque integrador u holístico que estas inversiones toman respecto de sus objetivos de rendimiento, al hablar de rentabilidades esperadas en *Impact Investing* las opciones son múltiples y muy variadas. El universo del *Impact Investing* se caracteriza pues, como ya sabemos, por su propósito de equilibrar simultáneamente la búsqueda de impacto social o medioambiental y rendimiento financiero. Ahora bien, según ya ha sido traído a colación, es menester recordar que existen discrepancias en cuanto a las percepciones de los inversores sobre la viabilidad real de compatibilizar ambos tipos de objetivos. Algunos apuntan a que rendimiento financiero e impacto social se constituyen como variables dependientes inversas, en el sentido de que el

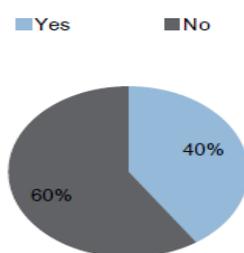
⁴¹ Grabenwarter, U. y Liechtenstein, H., (2012) (*op. cit.*) Pág. 14.

aumento de una conlleva necesariamente la disminución de la otra. Sin embargo, otros aducen que se trata de variables independientes, lo que permitiría el aumento simultáneo de ambas⁴². No obstante, tal y como queda puesto de manifiesto en el apartado de esta investigación que versa sobre la conceptualización teórica del *Impact Investing*, en aras de dotar de sentido a este concepto es preciso que impacto social y rendimiento financiero se hallen positivamente correlados, pues, de cualquier otra manera, no sería posible su desarrollo en la práctica⁴³.

La relevancia de esta cuestión es tal para tomar decisiones de inversión y definir los objetivos de las propias inversiones que se erige en aspecto clave para los inversores tradicionales el poder saber si la búsqueda de este segundo propósito social implica algún tipo de sacrificio, por pequeño que sea, del rendimiento financiero a obtener – planteando a este respecto los sujetos de la industria filantrópica la cuestión de forma exactamente inversa-.

En este sentido, el posicionamiento de los inversores es muy diverso, aunque sí existe una clara mayoría de los mismos –el 60% de los encuestados en un estudio ejecutado por J.P.Morgan⁴⁴- que estima que no existe un *trade-off* entre rendimiento financiero e impacto social, o, dicho de otra manera, que las inversiones en *Impact Investing* no comprometen ni someten su resultado financiero a la obtención del referido rendimiento social.

Ilustración 12. Posicionamiento de los inversores en relación con la existencia de un trade-off necesario entre rendimiento financiero e impacto social en *Impact Investing*:



Fuente: Saltuk, Y., (2011) J.P.Morgan (*op. cit.*) Pág. 10.

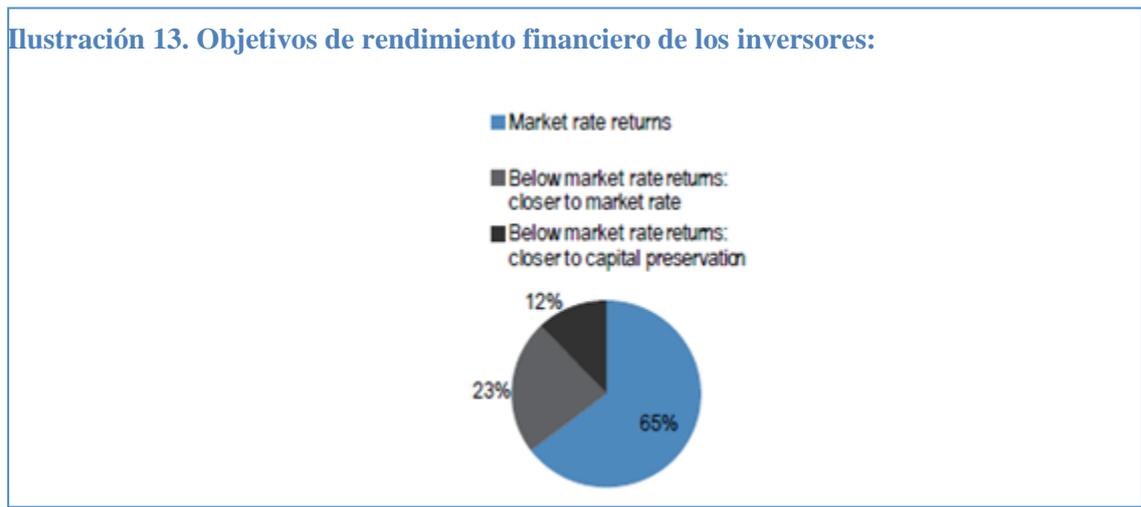
Así, parte de los sujetos inversores en este ámbito de mercado espera que sus rendimientos alcancen niveles competitivos e incluso lleguen a superar los *benchmarks*

⁴² Saltuk, Y., (2011) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 9.

⁴³ Grabenwarter, U. y Liechtenstein, H., (2012) (*op. cit.*) Págs. 14-16.

⁴⁴ Saltuk, Y., (2011) (*op. cit.*) J.P.Morgan.

tradicionales, mientras que otros muestran disposición a aceptar y asumir rendimientos financieros menores con sus *Impact Investments* frente a los obtenidos por inversiones comparables que, no obstante, no atienden a la consecución de impacto social o medioambiental⁴⁵. En el marco concreto de los inversores que tienen por objetivo los consumidores constituyentes del *BoP* en los mercados emergentes, aquellos que adoptan por primera vez esta forma de inversión lo hacen firmemente bajo la creencia de que los *Impact Investments* no se hallan limitados por la búsqueda de impacto social, no teniendo, en consecuencia, que sacrificar rendimiento financiero a costa del referido impacto sino que más bien aguardan rendimientos superiores a los de mercado, debido principalmente a que este mercado aún no presenta síntomas de saturación pues se halla en una fase inicial de su desarrollo⁴⁶. En esta línea, la siguiente ilustración resulta muy esclarecedora pues refleja precisamente las percepciones de los inversores en cuanto a rendimientos financieros esperados se refiere. Según la misma, el 65% tiene como objetivo alcanzar rendimientos de mercado y, en consecuencia, sólo el 35% espera rendimientos inferiores a los del mercado. No obstante, es preciso remarcar que de este último porcentaje de inversores que aguardan rendimientos peores en comparación con los obtenidos por el mercado, dos tercios revelaron que esperan resultados cercanos, aunque inferiores, a los del mercado, mientras que el restante tercio aboga más bien por la preservación del capital⁴⁷.



Fuente: Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 13.

⁴⁵ O'Donohe, N., Leijonhufvud, C. y Saltuk, Y., (2010) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 30.

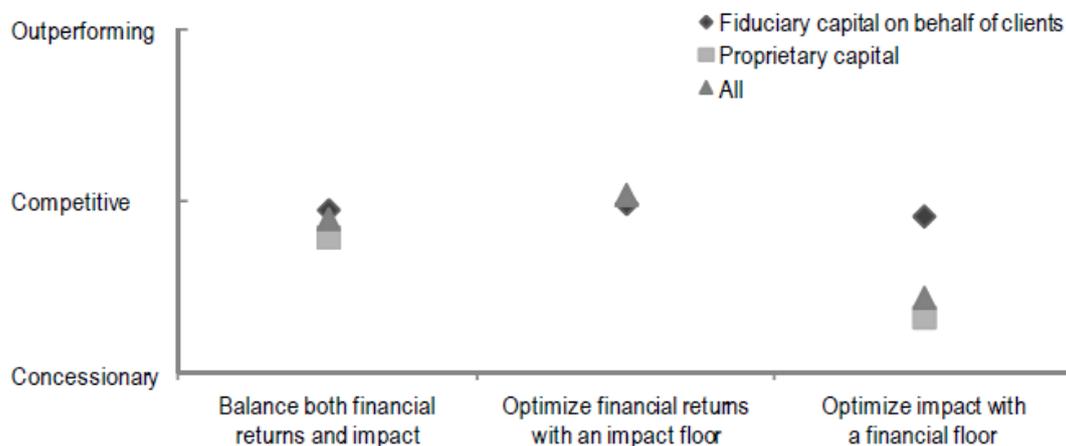
⁴⁶ O'Donohe, N., Leijonhufvud, C. y Saltuk, Y., (2010) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 12.

⁴⁷ Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 13.

Resulta a su vez interesante conocer cómo influye la categorización de los inversores previamente explicada en este trabajo sobre las expectativas generadas por los mismos en relación con las rentabilidades esperadas de sus respectivas inversiones. Tal y como se indicó en la exposición de la referida categorización, los inversores *Impact First* se hallan más dispuestos a aceptar rendimientos inferiores a los del mercado en inversiones cuyo riesgo asociado es mayor, sólo con el ánimo de colaborar en el alcance satisfactorio de objetivos sociales o medioambientales que estiman fundamentales. Y precisamente este aspecto queda corroborado en el estudio ya mencionado de J.P.Morgan⁴⁸, según cabe observar en la ilustración siguiente, la cual refleja que este tipo de inversores son los únicos que cabe encuadrar como *concessionary* en relación con su predisposición a aceptar rendimientos financieros menores. Asimismo, se desprende de la misma ilustración que el resto de inversores en *Impact Investing* no manifiesta la referida predisposición, en tanto en cuanto busca alcanzar, al menos, rendimientos equiparables a los del mercado tradicional.

Ilustración 14. Rentabilidades esperadas por los inversores según su planteamiento de inversión indicado en la ilustración 5:

For each investment reported, investors select whether the return is expected to be outperforming, competitive or concessionary relative to similar non-impact investments. We average across investments for each investor, then average across investors within each investment thesis category (balancing financial return and impact, or optimizing one or the other). For further analysis, we also show the average for those investors that manage purely fiduciary or proprietary capital.



Source: GIIN, J.P. Morgan. Number of investors represented within each data point is: "Balance" = 19 All, 8 Proprietary capital only, 5 Fiduciary capital only; "Optimize financial returns" = 9 All, 0 Proprietary capital only, 4 Fiduciary capital only; "Optimize impact" = 11 All, 9 Proprietary capital only, 1 Fiduciary capital only.

Fuente: Saltuk, Y., (2011) J.P.Morgan (*op. cit.*) Pág. 16.

⁴⁸ Saltuk, Y., (2011) (*op. cit.*) J.P.Morgan.

Por último, procede hacer referencia concreta a los rendimientos esperados por los inversores en atención al tipo de activos y área geográfica de que se trate. La siguiente ilustración nos permite asimismo analizar de forma muy clara las discrepancias que surgen en esta materia en relación con las inversiones tradicionales⁴⁹, las cuales aparecen representadas como *benchmarks*.

En este sentido, cabe observar, pues, que en el mercado de renta variable las rentabilidades esperadas tanto en mercados desarrollados como en mercados emergentes no presentan grandes diferencias, estando ambas en torno al 19%. Sin embargo, en el mercado de renta fija, la zona geográfica sí influye considerablemente en las expectativas de rentabilidades, estando la relativa a los mercados desarrollados 5 puntos porcentuales por debajo de la referida a los mercados emergentes, en los cuales la rentabilidad esperada asciende a un 9%. Cabe además inferir de la ilustración que el rango de expectativas presenta variaciones importantes en función de la zona geográfica y clase de activo, apuntando al parecer a una mayor volatilidad esperada en los mercados desarrollados. Así, la desviación típica en renta variable en los mercados desarrollados y emergentes difiere en 5 puntos porcentuales –siendo de 14% en los mercados desarrollados y de 9% en los emergentes-. De forma similar, la desviación típica en ambos mercados en relación con la renta fija difiere en 4 puntos porcentuales –alcanzando el 7% en los mercados desarrollados y el 3% en los emergentes-.

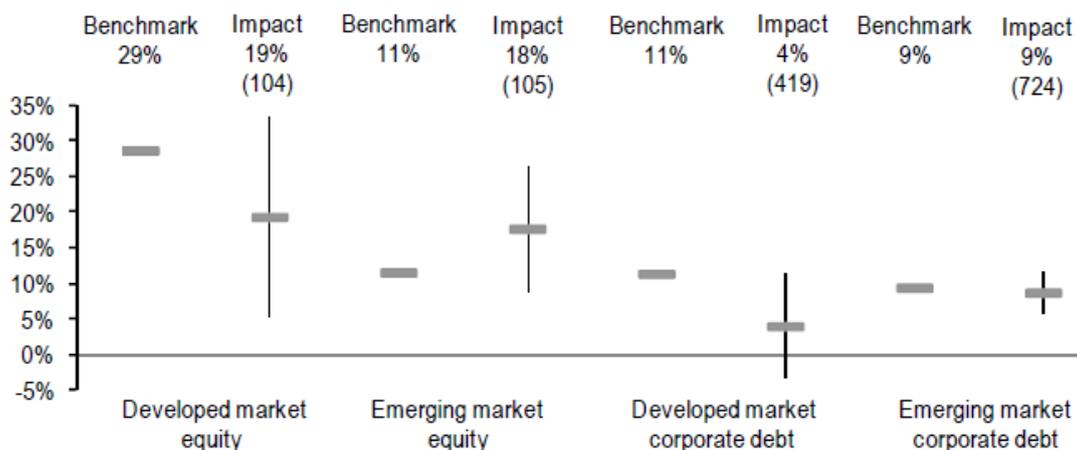
Por otro lado, en términos comparativos, los *Impact Investments* reflejan unas rentabilidades esperadas más elevadas que las de las inversiones tradicionales, en ambos mercados de renta fija y renta variable, en relación con los mercados emergentes. Sin embargo, cabe destacar que los mercados desarrollados presentan precisamente el escenario contrario, pues las expectativas de rentabilidades futuras que aparecen reflejadas a través de este estudio son menores que las que se espera obtener con inversiones conservadoras.

⁴⁹ Saltuk, Y., (2011) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 13.

Ilustración 15. Rendimientos esperados de los *Impact Investments* en comparación con los *benchmarks*:

y-axis: Annual internal rate of return ("IRR") or yield (gross, in USD)

The horizontal bars show the average baseline expected return for impact investments reported or average realized return for benchmarks (listed at the top of the chart), the vertical bars show the standard deviation of survey responses, and the number of observations informing each average is shown in parentheses.



Source: GIIN, J.P. Morgan. Note that the lower standard deviation for Developed Market Debt is below zero: -3%. Benchmark returns are average annual returns for: Cambridge Associates US Venture Capital Index and Emerging Markets Venture Capital and Private Equity Index, for vintage years over the period 1989 – 2008 (the longest data history available for both, and excluding the more recent vintages as Cambridge Associates recommends for data quality); and J.P. Morgan's Developed Markets High Yield index and Corporate Emerging Market Bond ("CEMBI") Index, over the period 2002 – 2011 (the longest data history available for both). The emerging market debt impact investment expected return is 8.7% relative to the benchmark average return of 9.4%. The number of investors who responded for each instrument, and the number of investments in the sample (respectively) are: DM Equity = 14, 104; EM Equity = 18, 105; DM Debt = 12, 419; EM Debt = 18, 724. Vintage years for reported impact investments are 1990 – 2011, with one transaction each in 1970, 1972 and 1988.

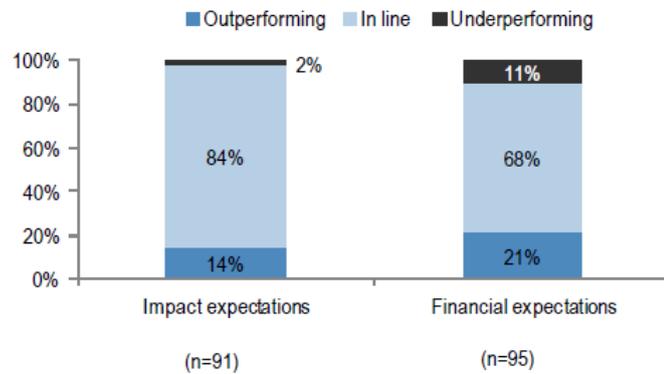
Fuente: Saltuk, Y., (2011) J.P.Morgan (*op. cit.*) Pág. 13.

4.3. Rentabilidades alcanzadas

Pasando ahora al análisis de las rentabilidades reales alcanzadas por este tipo de inversiones, los resultados ofrecidos por los ya referidos estudios considerados reflejan una alta coincidencia entre rentabilidades esperadas y rentabilidades obtenidas. Así, en el aspecto financiero, el 68% de los encuestados manifiestan que el rendimiento finalmente alcanzado por sus inversiones en *Impact Investing* se ajusta exactamente a lo previsto, revelando el 21% la obtención de un rendimiento superior y confirmando sólo el 11% que sus expectativas eran demasiado altas y no fueron satisfechas⁵⁰. Lo aducido se expone gráficamente en la ilustración que a continuación se facilita.

⁵⁰ Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 14.

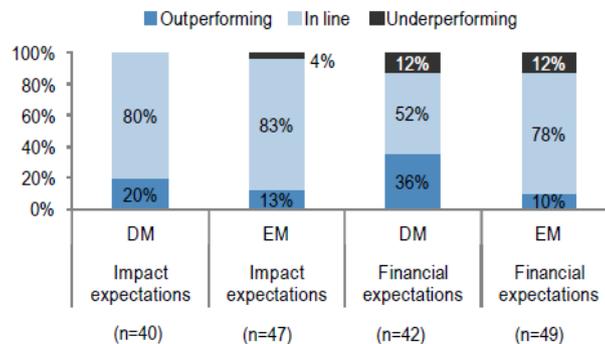
Ilustración 16. Rendimientos alcanzados frente a rendimientos esperados:



Fuente: Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 14.

Resulta oportuno, además, analizar el rendimiento obtenido a lo largo de los distintos mercados en atención a la zona geográfica. De esta manera observamos que la satisfacción de los inversores en *Impact Investing* es claramente superior en relación con los mercados desarrollados, pues el nivel de inversiones que han excedido las expectativas de rendimiento previas es considerablemente superior al que se da en sede de mercados emergentes, guardando esto cierta coherencia con la ya advertida mayor volatilidad esperada a la que estas inversiones se sujetan en los mercados desarrollados⁵¹. A modo de facilitar la comprensión de lo aducido, la siguiente gráfica ilustra el referido contenido de forma visual.

Ilustración 17. Rendimientos alcanzados frente a rendimientos esperados, por zona geográfica:



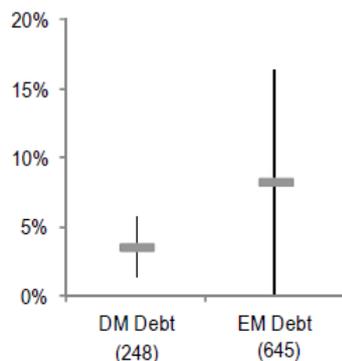
Fuente: Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 14.

⁵¹ Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 14.

En esta misma línea pero prestando atención únicamente al sector de renta fija, podemos comprobar lo aportado por las cifras y explicaciones previas, al analizar concretamente las rentabilidades medias obtenidas en este sector, tanto en relación con los mercados desarrollados como con los emergentes. Así, observamos en las siguientes ilustraciones que las rentabilidades medias reales alcanzadas por la renta fija son de 4% en mercados desarrollados y de 8% en mercados emergentes –lo cual coincide casi exactamente con las rentabilidades esperadas previamente mencionadas, de 4% y 9%, respectivamente-⁵².

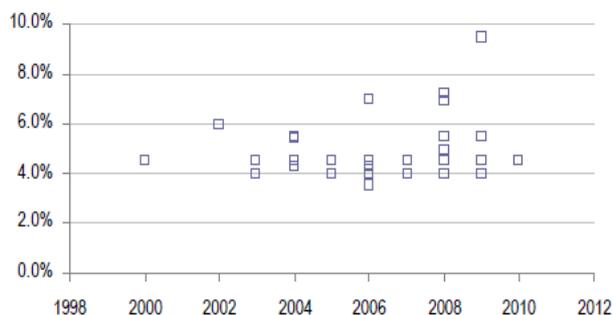
Ilustración 18. Rentabilidades alcanzadas en renta fija:

The horizontal bars show the average realized return reported, the vertical bars show the standard deviation of responses, and the number of observations informing each average is shown in parentheses.

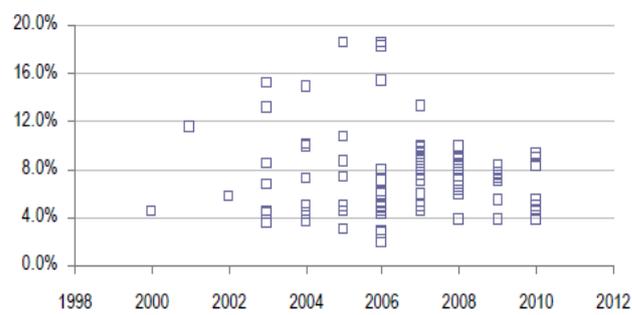


Fuente: Saltuk, Y., (2011) J.P.Morgan (*op. cit.*) Pág. 19.

Ilustración 19. Rentabilidades alcanzadas en renta fija (mercados desarrollados y mercados emergentes, respectivamente):



Source: GIIN, J.P. Morgan. Investments for which no return was reported are not included.

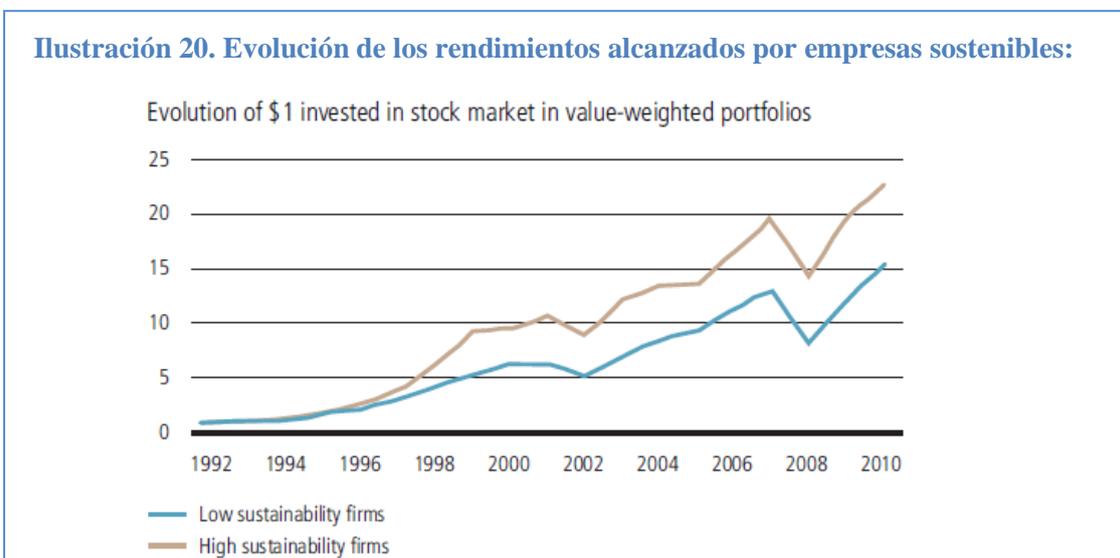


Source: GIIN, J.P. Morgan. Investments for which no return was reported are not included. Excludes five investments (\$2mm notional value) with negative returns.

Fuente: O’Donohe, N., Leijonhufvud, C. y Saltuk, Y., (2010) (*op. cit.*) J.P.Morgan Pág. 34.

⁵² Saltuk, Y., (2011) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 19.

Por otro lado, es importante, a su vez, enmarcar los resultados que han sido expuestos relativos a las rentabilidades de las inversiones en *Impact Investing* dentro de la más amplia tendencia que caracteriza a las inversiones sostenibles en su totalidad, reflejando éstas las dos últimas décadas una tendencia no sólo alcista, sino que además superior en comparación con la correspondiente a las inversiones tradicionales⁵³.



Fuente: UBS, (2013) (*op. cit.*) Pág. 11.

Así, cabe justificar los rendimientos puestos de manifiesto a lo largo de este apartado con base en la teoría de Moskowitz, T.J.⁵⁴, la cual avala el mayor rendimiento conseguido por empresas sostenibles debido a la convicción de que éstas cuentan con un coste del capital menor al resto y, así, con un acceso privilegiado o, cuanto menos, más beneficioso, de cara a la obtención de financiación externa⁵⁵. En virtud de ello, como corolario natural de dicha financiación más aventajada, aparece el mejor desempeño de estas empresas, redundando por ende en el alcance por las mismas de resultados financieros más competitivos. A este respecto, un estudio realizado por Harvard Business School⁵⁶ en 2011 analizó precisamente los beneficios para los inversores derivados de la atención prestada por parte de las compañías a criterios de sostenibilidad en su forma de desenvolverse empresarialmente, estudio el cual concluyó que, *de facto*,

⁵³ UBS, (2013) (*op. cit.*) Pág. 11.

⁵⁴ Goldman Sachs, (2009) *Change is Coming: A Framework for Climate Change – A Defining Issue of the 21st Century*. Disponible en: <http://www.goldmansachs.com/ideas/environment-and-energy/Goldman-sachs/gs-sustain/climate-change-research.pdf>

⁵⁵ UBS, (2013) (*op. cit.*) Pág. 11.

⁵⁶ Eccles, I., Ioannou, I. y Serafeim, G., (2011) “The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance”, *Harvard Business School*, 25. Disponible en: http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/12-035_a3c1f5d8-452d-4b48-9a49-812424424cc2.pdf, consultado el 1 de marzo de 2014.

las empresas sostenibles obtienen no sólo rendimientos superiores en comparación con las que no lo son, sino que también experimentan una volatilidad menos acusada. Este mejor desempeño empresarial trae causa, principalmente, de la mejor gestión del riesgo que viene implícita en la incorporación de criterios de sostenibilidad al gobierno de la empresa y, asimismo, del enfoque en la creación de valor a largo plazo⁵⁷. Partiendo, en este sentido, de la premisa de que las empresas no operan de forma aislada sino que se insertan en un contexto social y medioambiental con el cual interactúan y del cual, además, dependen, estando el éxito de las mismas altamente vinculado a dicho contexto.

Tras haber recorrido la justificación teórica que sustenta y, a la vez, explica los resultados prácticos analizados, cabe concluir que la percepción tradicional de que los *Impact Investments* se ven limitados a la aceptación de rendimientos financieros inferiores a los de mercado es errónea, siendo prueba de ello los resultados arrojados por los estudios analizados, los cuales ponen de sobrado manifiesto la solidez de los rendimientos alcanzados en el marco de este sector o ámbito del mercado.

⁵⁷ UBS, (2013) (*op. cit.*) Pág. 12.

5. MEDIDA DEL *IMPACT INVESTING*

5.1. Introducción y justificación del estado actual de la cuestión

No obstante el potencial apuntado por esta clase de activos o forma de invertir, existe un riesgo importante que cuestiona la viabilidad y futura evolución de la misma⁵⁸. Dicho riesgo se halla relacionado con la posibilidad de medir el resultado alcanzado a través de estas inversiones, factor que, inexorablemente, se erige en decisivo en el proceso de inversión de cualquier sujeto. En este sentido, conocer cuáles han sido los resultados de una inversión es fundamental no sólo en un momento posterior, de cara a evaluar la misma, sino que también en un momento anterior los inversores buscan informarse sobre inversiones similares, en aras de comparar las distintas opciones existentes en el mercado y colocar de una manera premeditada su inversión en una u otra (para lo que es necesario conocer el rendimiento obtenido por inversiones parecidas en el pasado).

Desglosando la definición inicial de *Impact Investing*, los objetivos perseguidos son, por un lado, económico-financieros y, por otro, sociales o medioambientales –a todos los efectos, no financieros-. Así, siendo precisamente una de las características de estas inversiones la búsqueda consciente y deliberada de originar y causar un impacto positivo en la sociedad, resulta necesario e inherente a este concepto desarrollar la capacidad requerida para medir el referido impacto⁵⁹. No plantea problema alguno la medida relativa al impacto financiero de la inversión, en tanto que ésta no difiere de la comúnmente empleada en las inversiones tradicionales⁶⁰. Sin embargo, la medida del impacto social generado por una inversión sí genera más dificultades debido a la extensión del ámbito en que puede desplegar efectos. Asimismo, surgen dudas en

⁵⁸ Grabenwarter, U. y Liechtenstein, H., (2012) (*op. cit.*) Pág. 39: “*Is it therefore not surprising that impact metrics are the core topic of debate around impact investing. If impact investing has not yet become a genuine asset class, it is primarily because it has failed to define its industry standards, and impact metrics are these standards’ centre of gravity.*”

⁵⁹ Tal y como puntualiza Sarah Gelfand, directora de IRIS en GIIN en Hayat, U. *Impact Investing: How Do You Measure Social and Environmental Impact?* Disponible en <http://blogs.cfainstitute.org/investor/2013/09/23/impact-investing-how-do-you-measure-social-and-environmental-impact/>, consultado el 13 de marzo de 2014. “*Any investments can have a positive impact on society and the environment, but what distinguishes impact investments in their disclosed intention to make a positive social and environmental impact and then measuring the impact.*”

⁶⁰ En el ámbito financiero, cuando nos referimos a la rentabilidad de una inversión, hablamos de la tasa de devolución que un beneficio económico produce en relación con el capital inicial invertido –haciendo eco pues del significado general de rendimiento como proporción entre el resultado alcanzado y los medios empleados para su consecución.

cuanto a qué factores han de medirse, quiénes han de ejercer dicha función de medida y en qué fase del proceso de inversión, así como el mecanismo ideal que ha de utilizarse en la medida⁶¹. A este respecto, Vanclay, F.⁶² sostiene que una forma adecuada de entender el impacto social es como cambios en uno o varios de los siguientes ámbitos: la vida de las personas, sus culturas, comunidades, sistemas políticos, entornos, salud y bienestar, derechos personales y de propiedad, miedos y aspiraciones. Dicha propuesta pone de relieve el carácter polifacético del contenido que el impacto social puede llegar a abarcar. La falta de uniformidad entre los aspectos que resulta relevante e interesante medir en este campo, lleva así a que los indicadores de rendimiento no-financiero muestren una naturaleza muy dispar, lo que complica la comparabilidad de los mismos, redundando por ende en la imposibilidad de hablar de comparabilidad de inversiones. Por ello, puede observarse cómo la necesidad de desarrollar unidades comunes y estándar de medida, frente a la heterogeneidad que en este sentido impera en el momento actual en relación con el aspecto social del impacto en *Impact Investing*, surge como presupuesto para posibilitar la viabilidad real del concepto teórico.

La importancia de este aspecto cobra relevancia de cara a dotar de plena accesibilidad y dimensión a este mercado, pues permitiría un desarrollo acelerado del mismo habilitando mejores *benchmarks* y una información sobre el desempeño de las inversiones más detallada y abundante. Dicha mejora en la estructuración del mercado afectaría positivamente a sus posibilidades de expansión, acercando el mismo, por consecuencia, a los inversores convencionales. Así, el desarrollo de una medida estándar del impacto social se erige en clave de bóveda del progreso del *Impact Investing*, tal y como se pone de manifiesto al constituirse como objeto principal de debate en el G8 Social Impact Investment Forum⁶³, en el cual se realza la trascendencia de configurar un lenguaje común de la valoración del impacto como el primer paso para potenciar el crecimiento del alcance de este mercado. Concretamente, en el referido

⁶¹Reeder, N. y Colantino, A., (2013) “Measuring Impact and Non-financial Returns in Impact Investing: A Critical Overview of Concepts and Practice.” *EIBURS Working Paper*. Pág. 14. Disponible en: http://files.lsecities.net/files/2013/10/Measuring_Impact-full-length-Oct-20131.pdf, consultado el 1 de marzo de 2014.

⁶²Vanclay, F. “International Principles for Social Impact Assessment”, *Impact Assessment and Project Appraisal*, vol. 21. Págs. 5-11. Disponible en: <https://www.iaia.org/publicdocuments/sections/sia/IAIA-SIA-International-Principles.pdf?AspxAutoDetectCookieSupport=1>, consultado el 14 de marzo de 2014.

⁶³Cabinet Office Reino Unido, (2013) *G8 Social Impact Investment Forum. Outputs and Agreed Actions*. Disponible en: https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/225547/G8_Social_Impact_Investment_Forum_-_Outputs_and_Agreed_Actions.pdf, consultado el 2 de marzo de 2014.

fórum se indica la necesidad de identificar, por un lado, en qué sectores el *Impact Investment* puede reportar una utilidad mayor y, por otro lado, cuán de efectivas son dichas inversiones en realidad –cuestiones que sólo son alcanzables mediante el desarrollo de barómetros de impacto claramente definidos.

5.2. Herramientas de medida del impacto social en *Impact Investing*

Resulta justificada, pues, según se deriva de lo explicado en el punto anterior, la búsqueda del desarrollo de herramientas que midan el impacto social en los *Impact Investments*. No obstante, la falta de organización y estructuración que viene caracterizando a este ámbito del mercado trae consigo que, salvo excepciones en los últimos años, los intentos de establecer las referidas medidas hayan sido puramente anecdóticos y más individualistas, sin intención alguna de configurarse como medidas útiles para todo el mercado⁶⁴. Ahora bien, es cierto que a raíz de la concienciación que recientemente se ha ido desarrollando en torno a la importancia de este factor, sí están surgiendo numerosos proyectos y propuestas de herramientas métricas, de los cuales nos limitamos a explicar las tres que, por la extensión de su uso, son consideradas como las más importantes y representativas.

5.2.1. *Social Return on Investment (SROI)*

El *SROI*, cuyo primer informe data de 1996, adopta un método de monetización, ya que constituye un marco de medida que asigna un valor monetario a los resultados o el impacto cuyo valor se busque reflejar⁶⁵. Este sistema propugna la esencialidad de entender en términos financieros el alcance del valor social que se está logrando, ya que dicha comprensión permite el establecimiento de un orden de prioridades en la propia empresa, real y fundamentado, de forma que se habilita a la empresa la realización de

⁶⁴ GIIN, (2011) *Data Driven. A performance analysis for the Impact Investing Industry*. Pág. 1. Disponible en: http://www.thegiin.org/binary-data/Data_Driven_IRIS_report_final.pdf, consultado el 4 de febrero de 2014.

⁶⁵ Best, H. y Harji, K., (2013) *Guidebook for Impact Investors: Impact Measurement*. Purpose Capital. Págs. 8 y 9. Disponible en: <http://www.purposecap.com/wp-content/uploads/Guidebook-for-Impact-Investors-Impact-Measurement.pdf>, consultado el 10 de febrero de 2014.

un adecuado auto-análisis, permitiéndose así a la misma anteponerse a las circunstancias futuras y lidiar con ambos, posibles riesgos y oportunidades⁶⁶.

En esta línea, el *SROI* propone un marco de medida con capacidad para englobar todo tipo de resultados derivados de la actividad de una empresa, pero que, no obstante, se basa en partir de la consideración de los distintos *stakeholders* existentes para dilucidar los resultados que verdaderamente son relevantes y elaborar el correspondiente *SROI* con fundamento exclusivamente en los mismos. Así, el proceso comienza con la identificación de los distintos *stakeholders* que serán entrevistados sobre sus percepciones en relación con los resultados relevantes –siendo señalados primero los resultados pertinentes y asignándoles un valor determinado después. Sobre la base de estas respuestas se estudia el impacto realmente ocasionado a través de la actividad empresarial de la compañía, para así descartar aquellos cambios que no sean atribuibles a la misma⁶⁷. Finalmente, se procede al cálculo del *SROI* mediante la suma de todos los resultados positivos y la resta de aquellos resultados que sean negativos, llevándonos dichas operaciones a una cifra que habrá de ser sometida a comparación con la cantidad inicial invertida, para así obtener el ratio *SROI*. Los propulsores de esta medida indican que “*a good SROI presents a story of change*”⁶⁸, en el sentido de que mide los cambios que han acaecido como consecuencia de la actividad empresarial, reflejando, por ende, información importante para la propia empresa que puede llevar a la misma a maximizar sus resultados de cara al futuro.

El *SROI* se divide, a su vez, en dos categorías distintas: *SROI* evaluador y *SROI* pronóstico⁶⁹. La diferencia que los separa resulta clara, en tanto que el primero es retrospectivo debido a que analiza los resultados que ya han ocurrido, mientras que el segundo busca predecir el valor social que se derivará de una inversión siempre que la misma alcance los resultados pretendidos. La procedencia de uno u otro depende

⁶⁶ Cabinet Office, Office of the Third Sector, (2009) *Social Return on Investment –for social investing. How investors can use SROI to achieve better results*. Pág. 6. Disponible en: http://www.thesroinetwork.org/component/docman/doc_download/76-social-return-on-investment-for-social-investing, consultado el 4 de febrero de 2014.

⁶⁷ Reeder, N. y Colantino, A., (2013) (*op. cit.*) Pág. 26.

⁶⁸ Cabinet Office, Office of the Third Sector, (2009) (*op. cit.*) Pág. 5.

⁶⁹ Cabinet Office, Office of the Third Sector, (2009) *Social Return on Investment –an introduction*. Pág. 5. Disponible en: http://www.thesroinetwork.org/component/docman/doc_download/75-social-return-on-investment-an-introduction, consultado el 4 de febrero de 2014.

básicamente del momento en el que se vaya a realizar el análisis, siendo por ejemplo el *SROI* predicho muy útil en las fases iniciales de cualquier proyecto empresarial.

Así, el *SROI* permite la mejora de las empresas en tanto en cuanto facilita la identificación concreta del valor social, medioambiental y económico-financiero que una empresa está generando, dando la oportunidad a la misma, por un lado, de maximizar y potenciar el impacto positivo del que es responsable y, por otro lado, de controlar y lidiar con el impacto cuando éste resulte ser negativo. También es de máxima utilidad para el inversor ya que esclarece el valor que deviene de las inversiones concretas, aunque, en este punto es preciso alertar de que el *SROI* no está dirigido a conformar una herramienta que permita la comparabilidad entre empresas, ya que en su construcción existe un elemento importante de subjetividad⁷⁰. Por ello, pese a que se trate de empresas que operen en el mismo sector o industria, no se recomienda la utilización del *SROI* para compararlas ya que los *stakeholders* de una y otra pueden ser distintos y, por ende, pueden haber asignado una relevancia mayor o menor a los mismos elementos. Sin embargo, esto no merma la utilidad y capacidad del referido ratio como una opción con mucho potencial a la hora de evaluar y demostrar los cambios acaecidos, con el objetivo de identificar aquellas estrategias que redundan en un mayor incremento del impacto.

5.2.2. Impact Reporting and Investment Standards (IRIS)

En 2009, la organización Global Impact Investing Network –entidad sin ánimo de lucro cuyo cometido esencial es trabajar en el aumento y mejora de la extensión y efectividad del *Impact Investing*-, desarrolló un proyecto (*IRIS*) con vistas a avanzar el campo de la medida del impacto social de las inversiones. *IRIS* se constituye como un bien público gratuito -en tanto que es accesible por cualquiera-, que trata de fomentar la transparencia y credibilidad de las herramientas de medida del impacto en el mercado del *Impact Investing*⁷¹.

El proyecto *IRIS* parte de la base de que al considerar los resultados no-financieros de una inversión es preciso emplear el mismo rigor que caracteriza al análisis de los

⁷⁰ Cabinet Office, Office of the Third Sector, (2009) *Social Return on Investment –an introduction*. Pág. 7.

⁷¹ GIIN. *Getting started with IRIS. How to select IRIS metrics for social and environmental performance measurement*. Pág. 3. Disponible en: http://iris.thegiin.org/files/iris/Getting_Started_with_IRIS.pdf, consultado el 10 de febrero de 2014.

resultados financieros de la misma⁷². Se trata en este sentido de examinar tanto el desempeño financiero como el social con el mismo grado de exactitud y profesionalidad, para así poder verdaderamente entender el rendimiento total de una inversión. Para hacer esto posible, la GIIN propone un catálogo de más de 400 medidas ampliamente aceptadas y reconocidas para que sean empleadas por inversores a la hora de medir y evaluar el resultado de su impacto financiero, social y medioambiental. Así, *IRIS* mide el desempeño de una organización, con independencia del sector al que pertenezca o región geográfica de la que provenga o en la que opere, procurando tanto métricas cuantitativas para medir las distintas dimensiones del desempeño de una inversión, así como también una biblioteca de definiciones cualitativas que permiten poner dicho desempeño previamente evaluado en contexto. El marco de las referidas definiciones que *IRIS* proporciona se organiza en cinco áreas principales⁷³:

- Rendimiento financiero: Medidas comunes relativas a los informes financieros.
- Rendimiento operacional: Medidas que describen políticas organizacionales, y el rendimiento de los trabajadores.
- Rendimiento del producto: Medidas que describen los productos y servicios que constituyen la oferta de una organización y su mercado objetivo.
- Rendimiento del sector: Medidas que describen y cuantifican el impacto en relación con sectores específicos, entre los que se encuentran la industria de la agricultura, los servicios financieros y la sanidad.
- Rendimiento de los objetivos sociales y medioambientales: Medida de factores relacionados con el desempeño organizacional desde el punto de vista social y medioambiental.

Es importante además, diferenciar cuál es pues la propuesta exacta del proyecto *IRIS* y lo que abarca de lo que deja fuera y excede su propósito. No se trata de una herramienta de evaluación, en el sentido de que no ofrece ningún tipo de certificación ni *rating* de las organizaciones en atención a su impacto. Tampoco constituye una plataforma de gestión de información, ya que no proporciona un sistema para recoger y almacenar información histórica relativa a los datos sobre rendimientos pasados. Y, por último, no

⁷² GIIN. *Getting started with IRIS. How to select IRIS metrics for social and environmental performance measurement.* Pág. 3.

⁷³ GIIN. *Getting started with IRIS. How to select IRIS metrics for social and environmental performance measurement.* Pág. 5.

genera un marco para elaborar informes de una determinada manera⁷⁴. *IRIS* ha de ser utilizado conjuntamente con otras herramientas de medida de rendimientos así como con sistemas que cubran los aspectos que hemos apuntado como exorbitantes del ámbito del proyecto *IRIS*. De lo dicho se desprende la naturaleza de *IRIS* como punto de partida, configurando una base que permite contar con un lenguaje común –a través de la taxonomía estandarizada de conceptos propuesta-, facilitando no sólo la comparabilidad de inversiones sino que también favoreciendo una comunicación efectiva en el mercado. De esta manera, al catalogar las medidas más relevantes del mercado, el proyecto *IRIS* faculta la elaboración de sistemas de medida de forma más informada, de cara a evitar errores que afecten a la credibilidad de los resultados. Por ello, desde su creación, *IRIS* está diseñado con la intención de complementar y convivir con otras herramientas, siendo su función esencialmente la de proporcionar a los *stakeholders* de la industria un lenguaje común sobre indicadores de resultados⁷⁵.

5.2.3. *Global Impact Investing Rating System (GIIRS)*

En 2011, la entidad sin ánimo de lucro B Lab, en colaboración con Acumen Fund, lanzó al mercado el sistema *GIIRS Analytics & Ratings*. Se trata de un sistema altamente comprensivo y transparente, que busca evaluar el impacto social y medioambiental tanto de empresas –bien en mercados emergentes o en mercados desarrollados- como de fondos a través del empleo de *ratings* con un enfoque analítico similar a los rankings de inversiones de Morningstar o los *ratings* de S&P⁷⁶. De esta forma, pretende lograr un servicio de asesoramiento del impacto social que se caracterice por su independencia y externalización. En este sentido, se basa en el modelo actual de agencias de *rating*, prestando especial atención en su estructura para evitar que se den los ampliamente conocidos conflictos de intereses que amenazan la pervivencia de las referidas agencias.

Así, *GIIRS Rating & Analytics* cuenta con la mayor base de datos que recoge figuras de desempeño o rendimiento social y medioambiental de empresas y fondos de inversión, constituyéndose en la primera plataforma que provee *ratings*, información, investigación y análisis en el ámbito del *Impact Investing*. El proceso de valoración del

⁷⁴ GIIN. *Getting started with IRIS. How to select IRIS metrics for social and environmental performance measurement*. Pág. 9.

⁷⁵ Best, H. y Harji, K., (2013) (*op. cit.*) Purpose Capital. Pág. 11.

⁷⁶ B Lab, (2011) *Impact Investing. Challenges and Opportunities to Scale*. Págs. 8-10. Disponible en: http://www.bcorporation.net/sites/all/themes/adaptivetheme/bcorp/pdfs/GIIRS_2011-ProgressReport.pdf, consultado el 2 de febrero de 2014.

impacto propuesto por el proyecto *GIIRS* parte de la información proporcionada por las propias compañías al realizar una evaluación específica que analiza el impacto que la compañía tiene sobre todos sus *stakeholders*⁷⁷. Dicha información es objeto de verificación, en un momento posterior, por un tercero –Deloitte & Touche concretamente-, como requisito previo a la obtención de una calificación o *rating* determinado⁷⁸.

El proceso de evaluación de una compañía comprende el análisis y puntuación de distintas áreas de impacto predefinidas, que dan lugar a dos *ratings* –uno global de la compañía y otros específicos de cada área considerada-. En el caso de los fondos de inversión, el *rating* se construye a partir de la media ponderada de aquél de las empresas en las que tiene su cartera invertida así como también de la valoración que de los gestores y directores del fondo se haga. Las áreas de impacto referidas son las siguientes⁷⁹:

- Gobierno corporativo, que incluye referencias a la misión y compromiso de la compañía, al gobierno o dirección empresarial, a la transparencia y medidas de anticorrupción, así como a la provisión transparente de información.
- Comunidad, donde se entra a valorar y estudiar la cadena de valor, el compromiso civil con la comunidad local, la potenciación o importancia conferida a la creación de empleo, la consideración a la diversidad y, por último, la existencia de donaciones filantrópicas.
- Trabajadores, donde se presta especial atención a los niveles salariales otorgados, a la formación y beneficios, así como al ambiente laboral imperante.
- Medio ambiente, que tiene en cuenta las infraestructuras empresariales (oficinas y plantas de trabajo), transportes utilizados, sistemas de distribución implementados y características de la cadena de transformación y de valor.
- Modelos empresariales con un enfoque social y medioambiental, donde se analiza y se juzga el modelo de impacto empresarial adoptado.

A partir del análisis de estas áreas, se otorga un *rating* a la empresa, cuyo plazo de validez es de un año, lo que significa que se precisa la renovación anual de los *ratings*

⁷⁷ GIIRS y The SROI Network, *GIIRS and SROI: What is the relationship?* Pág. 2. Disponible en: http://giirs.org/storage/documents/Press/giirs_and_sroi.pdf, consultado el 4 de marzo de 2014.

⁷⁸ B Lab, (2011) (*op. cit.*) Pág. 10.

⁷⁹ GIIRS y The SROI Network, (*op. cit.*) Pág. 2.

empresariales de cara a permitir y promover el seguimiento o monitorización del desempeño de las empresas a lo largo de los años⁸⁰.

Es importante resaltar, en último lugar, que el proyecto *GIIRS* incorpora en su marco de evaluación el contenido integrante del proyecto *IRIS*, y de esta forma constituye una continuación del mismo, en tanto en cuanto *GIIRS* se centra en proporcionar *ratings* de compañías y fondos, que permitan tanto al inversor particular como al institucional establecer relaciones y comparaciones entre las distintas opciones de inversión que este ámbito de mercado ofrece, tal y como ya ha sido expuesto.

5.3.Relación y extensión del uso de las herramientas métricas expuestas

En virtud de lo explicado, puede observarse el carácter complementario y las funciones agregadas que cada proyecto cumplen. Para empezar, el método *SROI* arroja luz sobre un posible proceso para determinar los indicadores que deben ser objeto de medida. A continuación, la biblioteca que desarrolla *IRIS* proporciona una lista de indicadores que define de forma objetiva y estándar. Y, por último, si las empresas se someten a evaluación por parte de *GIIRS*, aportan necesariamente información que se ajusta precisamente a los referidos estándares de *IRIS*. De esta manera, queda puesto de manifiesto cómo la interconexión existente entre las distintas herramientas métricas que se han expuesto refuerza el propio proceso de estandarización y extensión de las mismas, lo cual redundará positivamente en el mercado de *Impact Investing*, permitiendo una mejor comprensión de sus resultados -especialmente en lo relativo a la esfera social y medioambiental de su impacto.

Dicha evolución en el campo del desarrollo de herramientas métricas para la valoración del impacto de las operaciones en *Impact Investing* no es más que un reflejo de la creciente preocupación de los inversores por medir el rendimiento social o medioambiental que de sus inversiones se deriva. Así, de acuerdo con un estudio realizado por J.P.Morgan⁸¹, el 98% de los inversores consideran importante la oferta de herramientas métricas estandarizadas relativas al impacto social de las inversiones, según puede verse en la Ilustración 21, siendo abrumador a su vez el porcentaje de

⁸⁰ *GIIRS* y The SROI Network, (*op. cit.*) Pág. 3.

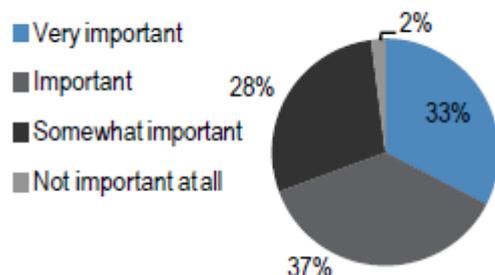
⁸¹ Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan.

inversores que utilizan, *de facto*, algún tipo de medida del impacto social o medioambiental de sus inversiones –el 96% (Ilustración 22). En este sentido, según podemos advertir en la Ilustración 23, el 70% de los encuestados confirman el empleo de herramientas de medida y de *rating* en su proceso de inversión, a modo de filtro de las distintas opciones que el mercado presenta, de cara a finalmente decidir dónde colocar su capital.

A mayor abundamiento, el estudio pone de relieve el calado de las herramientas que han sido expuestas (*SROI*, *IRIS* y *GIIRS*), pues, según refleja la Ilustración 22, la extensión de la utilización de las herramientas abarca a la gran mayoría de los inversores, revelando que el 82% de los encuestados sí son usuarios de herramientas métricas conformes con *IRIS* u otros estándares externos. En cuanto a la frecuencia del empleo de estas herramientas para medir el impacto social de sus inversiones, los inversores declaran que no hay grandes diferencias respecto de la frecuencia con que comprueban la evolución de sus inversiones en atención a su rendimiento financiero (Ilustración 24).

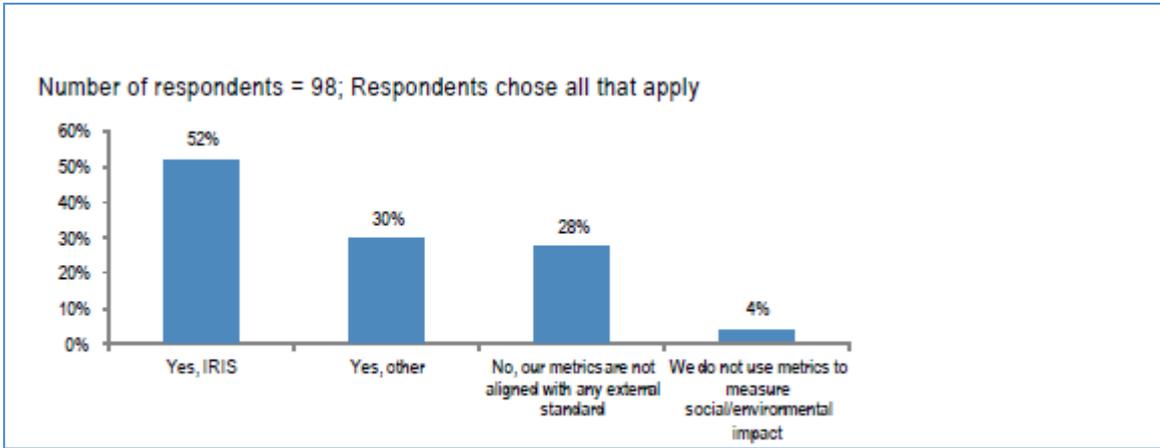
Ilustración 21. Importancia de herramientas métricas estandarizadas para el desarrollo de la industria:

Number of respondents = 98; Respondents chose one answer

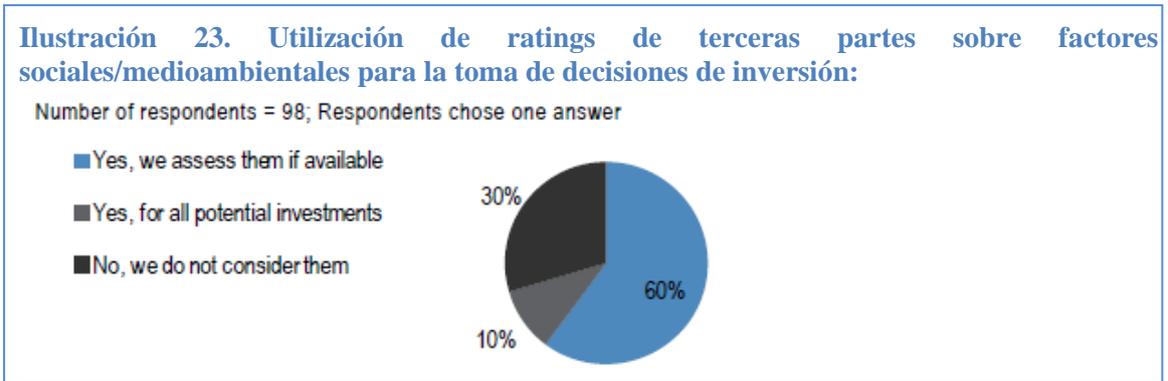


Fuente: Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 16.

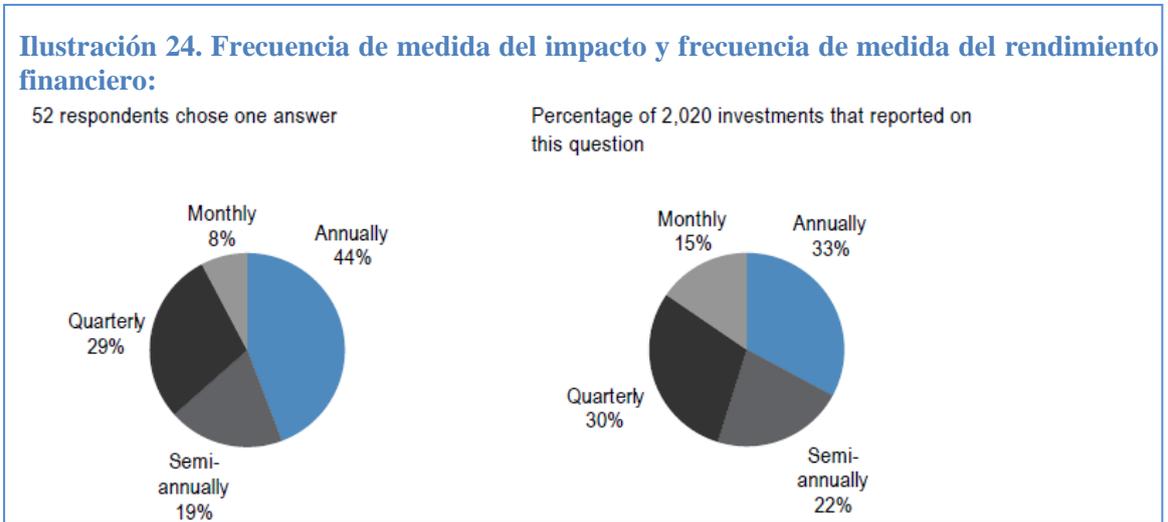
Ilustración 22. Utilización de herramientas de medida del impacto social:



Fuente: J.P.Morgan. Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 16.



Fuente: J.P.Morgan. Saltuk, Y., (2013) (*op. cit.*) J.P.Morgan. Pág. 16.



Fuente: Saltuk, Y., (2011) J.P.Morgan (*op. cit.*) Pág. 21.

5.4. Retos y perspectivas futuras de las herramientas de medida del *Impact Investing*

Tras el recorrido de las herramientas métricas que más han penetrado el mercado de *Impact Investing* y que mejor recepción han tenido por parte de los inversores en este ámbito, conviene hacer una pequeña reflexión en torno a las perspectivas futuras que estas herramientas o, más bien, la cuestión en sí relativa a la medida del impacto social, presentan, con especial incidencia en lo que se refiere a los retos que se plantean en su futuro desarrollo.

Pese a los que propugnan que “*not everything that can be counted counts, and not everything that counts can be counted*”⁸², aduciendo que aquello que podemos contar nunca logrará el pleno reflejo de la forma en que una acción o intervención afecta a una comunidad o cómo ésta influye en la trayectoria de la vida individual de una persona, siendo imposible la reducción del impacto social generado a un mero número⁸³, lo cierto es que sólo aquello que se puede medir, puede ser gestionado⁸⁴. De esta manera, si bien es incuestionable que hay que cuidarse de forzar el reduccionismo a niveles que lo hagan desaconsejable, resulta evidente, a su vez, que un determinado grado de reduccionismo, en aras de aliviar la complejidad de la cuestión debido a la diversidad que la caracteriza, deviene en absolutamente necesario.

En consecuencia, aparece inequívocamente como desafío fundamental del desarrollo de la métrica relativa al impacto social o medioambiental de las inversiones la alta diversidad que impera en este mercado. Partiendo de la base de que los inversores en *Impact Investing* presentan, como grupo en sí mismo considerado, altos niveles de heterogeneidad en relación con sus preferencias en materia de aspiraciones intencionales, sectores de interés, misiones y visiones personales, deviene inevitable en el inversor individual el surgimiento de la necesidad de medir distintos indicadores para

⁸² Bruce Cameron, W., (1963) *Informal Sociology, a casual introduction to sociological thinking*. Estados Unidos, Random House. Pág. 13.

⁸³ Bugg-Levine, A. y Emerson, J., (2011) (*op. cit.*) Pág. 179.

⁸⁴ Herman, R. P., (2010) *The Human Impact + Profit Investor: Make Bigger Profits by Building a Better World*. Estados Unidos, John Wiley & Sons, Inc. Pág. 59: “*What gets measured gets managed. That’s one of the main contributing factors to the short-term profit orientation of robber-baron capitalists and investors. But the measures tend to be short-term and financial-only, which creates added risk because it does not properly account for leading indicators of performance that ultimately drive financials. When investors and leading companies look comprehensively and to the long term, more profit is possible –and so is a better world.*”

reflejar el impacto de las diferentes oportunidades de inversión a lo largo de regiones y sectores varios. Esta diversidad representa un obstáculo tanto para el propio inversor, en tanto que le complica la tarea de hallar un único sistema de medida que satisfaga todas sus necesidades, y, a la vez, para las instituciones o entidades que intentan desarrollar herramientas métricas del referido impacto. No obstante lo dicho, es preciso alertar de que el objetivo no ha de consistir en ningún caso en intentar desarrollar un sistema métrico capaz de capturar cada matiz del impacto generado, sino que el esfuerzo debe tomar la dirección de buscar la eficiencia, siendo crucial, por ende, el llegar a la estandarización. Ahora bien, siendo innegable que la comparabilidad y consistencia en las herramientas métricas son muy positivas, no hay que olvidar que la estandarización puede conllevar una merma de la información resultante en términos de precisión o exactitud. Pese a que pueda resultar atractiva la posibilidad de reflejar el impacto en un simple número, la agregación de información en un único valor numérico está muy lejos del objetivo de medir el verdadero impacto generado. Así, pese a que la cuantificación sí es importante de cara a lograr la mencionada eficiencia, la medida del impacto excede ese cometido simplista⁸⁵, apareciendo, en consecuencia, el *SROI* como deficiente desde esta perspectiva.

Así las cosas, la diversidad palpable en este ámbito junto con la estandarización necesaria en el mismo constituyen los principales retos en el desarrollo de herramientas de medida del impacto social, tal y como viene siéndolo desde años atrás. Ahora bien, habiendo alcanzado el nivel de desarrollo con el que en la actualidad cuenta este ámbito de mercado, la carencia más relevante y urgente de mitigar ahora mismo gira en torno a la escasez de medidas comparables. Esto significa que pese a tener un *rating* de *GIIRS* – el cual representa un gran avance de esta cuestión-, aún se precisa el desarrollo de otro *rating* de similar naturaleza que habilite y dé paso a la posibilidad de comparación, comparación que a su vez redundaría en una mayor seguridad y credibilidad de las herramientas de medida en su conjunto –según cabe inferir de las herramientas métricas que por el momento son utilizadas en relación con el aspecto puramente financiero o económico de las inversiones.

⁸⁵Bugg-Levine, A. y Emerson, J., (2011) (*op. cit.*) Pág. 180: “*But measuring impact needs to be about more than counting outputs. We need to develop better systems of analytics that capture the qualitative components of blended value while tracking quantitative outcomes that matter.*”

6. CONCLUSIONES

Los apartados precedentes han confeccionado una revisión del estado actual del campo del *Impact Investing*, tomando como punto de arranque la descripción del origen y desarrollo de la teoría que lo sustenta y siguiendo con la exposición de la situación que en el momento presente esta corriente inversora presenta. Se ha tenido en cuenta a lo largo de la investigación el análisis de la extensión de esta forma de invertir en la práctica, tanto desde el punto de vista geográfico como sectorial y en atención a las formas o instrumentos financieros en que se da. Seguidamente, se ha cubierto el estudio de dos cuestiones clave que no sólo han marcado el desarrollo del *Impact Investing* hasta el día de hoy, sino que definirán el panorama futuro del mismo. El tratamiento que de dichas cuestiones se haga determinará las posibilidades de evolución inmediata del concepto, en lo que a extensión y calado en el mundo financiero se refiere, debido a que constituyen, como ya hemos podido advertir, los principales retos que la puesta en práctica de este concepto parece plantear.

Así, es claro que la amenaza principal que hace peligrar las posibilidades de expansión del *Impact Investing* radica en la viabilidad real de conjugar los dos objetivos que teóricamente se propugnan con este concepto. De esta manera, devienen en inhibidores o frenos del desarrollo de esta forma de invertir cuestiones conflictivas que surgen en relación con la rentabilidad que estas inversiones ofrecen y el impacto social que pretenden alcanzar.

A este respecto, la investigación realizada muestra, con cifras concretas de rentabilidades (esperadas y alcanzadas) así como a través del uso de las medidas de dispersión pertinentes, cómo en realidad la incertidumbre existente en torno al potencial de estas inversiones en términos financieros no se encuentra fundada, desvelando los datos pasados el alcance de rendimientos en línea, cuanto menos, con los del mercado. De esta manera, cabe llegar al convencimiento de que la cuestión de la rentabilidad de los *Impact Investments* no es problema alguno, pues es más las percepciones que se han generado alrededor de la misma ya que los resultados reales indican contundentemente el carácter rentable de esta forma de invertir, sin que quepa apuntar grandes diferencias con el desempeño desplegado por el resto de ámbitos del mercado.

Por lo que respecta al otro componente pretendido a través de estas inversiones, impacto social o medioambiental, la cuestión no radica tanto en su potencial sino más bien en la posibilidad de su medida y cuantificación. Según se ha identificado, la importancia de este factor es máxima pues sólo si se llega al establecimiento de herramientas métricas generalizables, podrá configurarse el *Impact Investing* a gran escala como un formato financiero de invertir que brinda la posibilidad de unir filantropía y mercados. Así, la cuestión relativa a la falta de desarrollo de métricas capaces de subsumir y encajar la gran variedad de resultados de impacto posibles que surgen debido a la amplitud con la que el concepto de *Impact Investing* se define sí se erige en decisiva de cara al futuro. En este sentido, la concentración de la industria sobre este factor deviene necesaria en aras de posibilitar el posterior desarrollo de la extensión de esta corriente. Y según se ha logrado alcanzar en el apartado dedicado al estudio de esta cuestión, el desarrollo de las herramientas de medida cuya necesidad aparece como imperante está en el buen camino, puesto que diversas entidades relevantes en el sector han asumido este cometido desde años atrás y ya hoy cabe ver los frutos que dichos esfuerzos están dando, permitiendo al *Impact Investing* ganar aceptación entre los inversores y poniendo las bases para realmente posibilitar su crecimiento.

En virtud de todo ello, la cuestión que ha orientado la estructura y realización de este trabajo de investigación, la “rentabilidad de la ética”, no presenta contrariedad alguna, en tanto en cuanto cabe concluir firmemente, con base en el estudio practicado, que el *Impact Investing* instituye una forma de invertir, la cual además de ética es rentable. En consecuencia, se trata de una herramienta que puede servir para reorientar el sistema financiero, de forma que todos puedan tomar parte de este cambio, pues no implica ningún tipo de sacrificio en términos estrictamente financieros. Así, tal y como apunta Gore, A. “*be part of the solution and not part of the problem (...) markets will soon place a much higher value on an assessment of how much you are a part of the solution to these issues*”⁸⁶. En esta línea, conscientes del potencial que este concepto alberga, creemos preciso facilitar su extensión, pues según señala Baldwin, M., “*our idea, maybe it’s grandiose, but if we can increase the assets in the strategy into the hundreds of*

⁸⁶ Mckinsey&Company, (2007) *Investing in Sustainability: An interview with Al Gore and David Blood*. Disponible en: http://www.mckinsey.com/insights/sustainability/investing_in_sustainability_an_interview_with_al_gore_and_david_blood, consultado el 20 de marzo de 2014.

*millions and show superior returns, this is a game changer.*⁸⁷ Permitamos, pues, este cambio; es posible enfocar el mundo de las finanzas desde otra perspectiva.

⁸⁷ Krosinsky, C. y Robins, N., (2008) (*op. cit.*) Pág. 45.

7. BIBLIOGRAFÍA

7.1.Libros

- Bruce Cameron, W., (1963) *Informal Sociology, a casual introduction to sociological thinking*. Estados Unidos, Random House.
- Bugg-Levine, A. y Emerson, J., (2011) *IMPACT INVESTING. Transforming How We Make Money While Making a Difference*. Estados Unidos, Jossey-Bass a Wiley Imprint.
- Camejo, P., (2002) *The SRI Advantage: Why Socially Responsible Investing has outperformed financially*. Canadá, Friesens, Inc.
- Harrington, J. C., (1992) *Investing with your conscience: How to achieve high returns using socially responsible investing*. Canadá, John Wiley & Sons, Inc.
- Herman, R. P., (2010) *The Human Impact + Profit Investor: Make Bigger Profits by Building a Better World*. Estados Unidos, John Wiley & Sons, Inc.
- Krosinsky, C. y Robins, N., (2008) *Sustainable Investing: The Art of Long-Term Performance*. Reino Unido, Earthscan.
- Krosinsky, C., Robins, N. y Viederman, S., (2012) *Evolutions in Sustainable Investing: Strategies, Funds and Thought Leadership*. Estados Unidos, John Wiley & Sons, Inc.
- Landier, A. y Nair, V. B., (2009) *Investing for change. Profit from responsible investment*. Estados Unidos, Oxford University Press, Inc.
- Newmark, T. E. y Pena, M., (2012) *Portfolio for the Planet: Lessons from 10 years of Impact Investing*. Estados Unidos y Canadá, Earthscan.

- Perdiguero, G. T. y García Reche, A., (2005) *La Responsabilidad Social de las Empresas y los Nuevos Desafíos de la Gestión Empresarial*. España, Barcelona. PUV, Publicacions Universitat de València.
- Schwartz, G. P. y Koshelnyk, W., (2010) *Good Returns: Making Money by morally-responsible investing*. Estados Unidos, Edwards Brothers, Inc.
- Tierney, T. J. y Fleishman J.L., (2011) *GIVE SMART: Philanthropy that gets results*. Estados Unidos, PublicAffairs™.

7.2. Artículos

- Balandina Jaquier, J., *Guide to Impact Investing for family offices and high net world individuals. Managing wealth for impact and profit*. Disponible en: <http://www.guidetoimpactinvesting.net/files/6513/3626/1126/WebsitePdF1.pdf>, consultado el 4 de febrero de 2014.
- Barreiro, V., Hussels, M. y Richards, B., (2009) *On the frontiers of finance: Scaling up investment in sustainable small and medium enterprises in developing countries*. Disponible en: http://pdf.wri.org/frontiers_of_finance.pdf, consultado el 1 de febrero de 2014.
- Best, H. y Harji, K., (2013) *Guidebook for Impact Investors: Impact Measurement. Purpose Capital*. Disponible en: <http://www.purposecap.com/wp-content/uploads/Guidebook-for-Impact-Investors-Impact-Measurement.pdf>, consultado el 10 de febrero de 2014.
- Eccles, I., Ioannou, I. y Serafeim, G., (2011) “The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance”, *Harvard Business School*, 25. Disponible en: http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/12-035_a3c1f5d8-452d-4b48-9a49-812424424cc2.pdf, consultado el 1 de marzo de 2014.

- Fernández Izquiero, M. A., (2011) “La inversión socialmente responsable. Situación actual en España”. *Observatorio de Divulgación Financiera*, Número 11. Disponible en: <http://www.iefweb.org/es/finanzas/visordocumentospdf/25>, consultado el 18 de marzo de 2014.

- Grabenwarter, U. y Liechtenstein, H., (2012) *In search of gamma, an unconventional perspective on Impact Investing*. IESE Business School. Disponible en: <http://www.iese.edu/en/files2/foc.pdf>, consultado el 19 de febrero de 2014.

- Griffin, M. H., (2013) *Line of Sight: Impact Investing. A Guide for Philanthropists and Social Investors*. Northern Trust. Disponible en: http://www.northerntrust.com/documents/white-papers/wealth-management/impact_investing.pdf, consultado el 30 de enero de 2014.

- Hayat, U. *Impact Investing: How Do You Measure Social and Environmental Impact?* Disponible en <http://blogs.cfainstitute.org/investor/2013/09/23/impact-investing-how-do-you-measure-social-and-environmental-impact/>, consultado el 13 de marzo de 2014.

- Hummels, H. *Finance is Blind. We better steer towards Impact Investing*. SNS Asset Management. Disponible en: <http://www.snsam.nl/Documents/Finance%20is%20Blind%20-%20Harry%20Hummels.pdf>, consultado el 20 de marzo de 2014.

- Martin, M., (2013) “Making Impact Investible”, *Impact Economy Working Papers*, Vol. 4. Disponible en: <http://www.impacteconomy.com/download/Impact%20Economy%20-%202013%20-%20Making%20Impact%20Investible.pdf>, consultado el 2 de febrero de 2014.

- Martin, M., (2013) *Status of the Social Impact Investing Market: A Primer*. Cabinet Office e Impact Economy. Disponible en:

http://www.impacteconomy.com/papers/IE_PRIMER_JUNE2013_EN, consultado el 13 de febrero de 2014.

- Minici, J. y Dominicé, R., (2013) *Small Enterprise Impact Investing. Exploring the missing middle beyond microfinance*. Symbiotics. Disponible en: <http://smefinanceforum.org/post/small-enterprise-impact-investing-exploring-the-%E2%80%9Cmissing-middle%E2%80%9D-beyond-microfinance>, consultado el 30 de enero de 2014.
- Niggemann, G. y Brägger, S., (2011) *Socially Responsible Investments. Introducing Impact Investing*. Wealth Management Research, UBS. Disponible en la base de datos interna de UBS.
- O'Donohe, N., Leijonhufvud, C. y Saltuk, Y., (2010) *Impact Investments. An emerging asset class*. J.P.Morgan.
Disponible en: <http://www.rockefellerfoundation.org/uploads/files/2b053b2b-8feb-46ea-adbd-f89068d59785-impact.pdf>, consultado el 3 de marzo de 2014.
- Olsen, S. y Galimidi, B., (2008) *Impact Measurement Approaches: Recommendations to Impact Investors*. Social Venture Technology Group
Disponible en:
http://svtgroup.net/wp-content/uploads/2011/09/RIIC_Report_Final.pdf, consultado el 3 de febrero de 2014.
- Pinsky, M., (2012) "Impact Investing: Theory, Meet Practice" *Community Development Investment Review*. Disponible en: <http://www.frbsf.org/community-development/files/Pinsky.pdf>, consultado el 25 de febrero de 2014.
- Reeder, N. y Colantino, A., (2013) "Measuring Impact and Non-financial Returns in Impact Investing: A Critical Overview of Concepts and Practice." *EIBURS Working Paper*. Disponible en:
http://files.lsecities.net/files/2013/10/Measuring_Impact-full-length-Oct-20131.pdf, consultado el 1 de marzo de 2014.

- Saltuk, Y., (2011) *Insight into the Impact Investment Market. An in-depth analysis of investor perspectives and over 2200 transactions*. J.P.Morgan.
Disponible en: http://www.thegiin.org/cgi-bin/iowa/download?row=334&field=gated_download_1, consultado el 28 de febrero de 2014.
- Saltuk, Y., (2013) *Perspectives on Progress. The Impact Investor Survey*. J.P.Morgan. Disponible en: <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=37392097>, consultado el 24 de febrero de 2014.
- Vanclay, F. “International Principles for Social Impact Assessment”, *Impact Assessment and Project Appraisal*, vol. 21. Disponible en: <https://www.iaia.org/publicdocuments/sections/sia/IAIA-SIA-International-Principles.pdf?AspxAutoDetectCookieSupport=1>, consultado el 14 de marzo de 2014.

7.3. Informes

- B Lab, (2011) *Impact Investing. Challenges and Opportunities to Scale*. Disponible en: http://www.bcorporation.net/sites/all/themes/adaptivetheme/bcorp/pdfs/GIIRS_2011-Progress-Report.pdf, consultado el 2 de febrero de 2014.
- Bain & Company, (2012) *World Awash in Money: Capital trends through 2020*. Disponible en: http://www.bain.com/Images/BAIN_REPORT_A_world_ash_in_money.pdf., consultado el 3 de febrero de 2014.
- Bridges Venture y The Parthenon Group, (2012) *Investing FOR Impact. Case Studies across asset classes*. Disponible en: <http://www.parthenon.com/GetFile.aspx?u=%2FLists%2FThoughtLeadership%2FAttachments%2F15%2FInvesting%2520for%2520Impact.pdf>, consultado el 1 de marzo de 2014.

- Cabinet Office, Office of the Third Sector, (2009) *Social Return on Investment –for social investing. How investors can use SROI to achieve better results*. Disponible en: http://www.thesroinetwork.org/component/docman/doc_download/76-social-return-on-investment-for-social-investing, consultado el 4 de febrero de 2014.

- Cabinet Office, Office of the Third Sector, (2009) *Social Return on Investment –an introduction*. Disponible en: http://www.thesroinetwork.org/component/docman/doc_download/75-social-return-on-investment-an-introduction, consultado el 4 de febrero de 2014.

- Cabinet Office Reino Unido, (2013) *G8 Social Impact Investment Forum. Outputs and Agreed Actions*. Disponible en: https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/225547/G8_Social_Impact_Investment_Forum_-_Outputs_and_Agreed_Actions.pdf, consultado el 2 de marzo de 2014.

- Eurosif, (2010) *European SRI Study 2010*. Disponible en: <http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/2010>, consultado el 30 de enero de 2014.

- GIIN. *About Impact Investing*. Disponible en: <http://www.thegiin.org/cgi-bin/iowa/resources/about/index-html>., consultado el 18 de marzo de 2014.

- GIIN, (2011) *Data Driven. A performance analysis for the Impact Investing Industry*. Disponible en: http://www.thegiin.org/binary-data/Data_Driven_IRIS_report_final.pdf, consultado el 4 de febrero de 2014.

- GIIN. *Getting started with IRIS. How to select IRIS metrics for social and environmental performance measurement*. Disponible en: http://iris.thegiin.org/files/iris/Getting_Started_with_IRIS.pdf, consultado el 10 de febrero de 2014.

- GIIRS y The SROI Network, *GIIRS and SROI: What is the relationship?* Disponible en: http://giirs.org/storage/documents/Press/giirs_and_sroi.pdf, consultado el 4 de marzo de 2014.

- Goldman Sachs, (2009) *Change is Coming: A Framework for Climate Change –A Defining Issue of the 21st Century*. Disponible en: <http://www.goldmansachs.com/ideas/environment-and-energy/Goldman-sachs/gs-sustain/climate-change-research.pdf>.

- Grantmakers in Health, (2011) *Guide to Impact Investing*. Disponible en: http://gih.org/usr_doc/GIH_Guide_to_Impact_Investing_FINAL_May_2011.pdf, consultado el 1 de febrero de 2014.

- Mckinsey&Company, (2007) *Investing in Sustainability: An interview with Al Gore and David Blood*. Disponible en: http://www.mckinsey.com/insights/sustainability/investing_in_sustainability_an_interview_with_al_gore_and_david_blood, consultado el 20 de marzo de 2014.

- Monitor Institute, (2009) *Investing for Social & Environmental Impact*. Disponible en: http://www.monitorinstitute.com/impactinvesting/documents/InvestingforSocialandEnvImpact_FullReport_004.pdf, consultado el 1 de marzo de 2014.

- Naciones Unidas, Comisión Mundial sobre el Medioambiente y el Desarrollo, (1987) *Brundtland Report*. Disponible en: http://conspect.nl/pdf/Our_Common_Future-Brundtland_Report_1987.pdf, consultado el 1 de marzo de 2014.

- UBS, (2013) *Research Focus: Sustainable Investing*. Disponible solo en la base de datos interna de UBS.

- UBS Wealth Management Research, (2013) *Impact Investing. Empowering change and financial return*. Disponible en base de datos interna de UBS.

- World Economic Forum Investors Industries y Deloitte Touche Tohmatsu, (2013) *From the Margins to the Mainstream. Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors*. Disponible en: http://www3.weforum.org/docs/WEF_II_FromMarginsMainstream_Report_2013.pdf, consultado el 2 de febrero de 2014.

