



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

# **LA VIABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN 90/10 EN ESPAÑA**

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales,  
Universidad Pontificia de Comillas – ICADE

Autor: Lucía Pérez Vaquer

Tutor: Carlos Ballesteros García

Madrid | Marzo 2026

## RESUMEN

El presente trabajo analiza la viabilidad de los fondos de inversión 90/10 en España desde una perspectiva regulatoria, económica e institucional. Estos instrumentos financieros se caracterizan por combinar una parte mayoritaria de la cartera invertida en activos líquidos gestionados con criterios ESG, junto con un tramo minoritario destinado a financiar organizaciones que generan impacto social o medioambiental directo. A partir de una revisión de la literatura académica, un análisis comparado con la experiencia francesa, y la realización de entrevistas a expertos del sector financiero, el estudio examina las condiciones necesarias para su desarrollo en el mercado español.

A la luz del análisis realizado, los resultados muestran que no existe un impedimento jurídico específico para la creación de fondos 90/10 en España. Sin embargo, su posible desarrollo dependería de distintos factores, entre ellos la existencia de incentivos fiscales, el papel que pueda desempeñar el sector público, la mejora de las herramientas de medición de impacto y una mayor implicación de las entidades financieras en su comercialización. Asimismo, se concluye que la coherencia entre el tramo de impacto y la cartera financiera resulta fundamental para garantizar la credibilidad del producto y evitar posibles riesgos de *greenwashing*.

**Palabras clave:** fondos 90/10, inversión de impacto, ESG, *greenwashing*, impacto social.

## **ABSTRACT**

This paper examines the feasibility of introducing 90/10 investment funds in Spain from a regulatory, economic, and institutional perspective. These financial instruments are characterized by combining a majority portion of the portfolio invested in liquid assets managed under ESG criteria with a smaller allocation dedicated to financing organizations that generate direct social or environmental impact. Drawing on a review of the academic literature, a comparative analysis of the French experience, and interviews conducted with experts from the financial sector, the study examines the conditions required for their development in the Spanish market.

In light of the analysis carried out, the findings suggest that there is no specific legal barrier preventing the creation of 90/10 funds in Spain. However, their potential development would depend on several factors, including the existence of fiscal incentives, the role that the public sector could play, improvements in impact measurement tools, and greater involvement of financial institutions in their distribution. The study also concludes that coherence between the impact allocation and the financial portfolio is essential to ensure the credibility of the product and to avoid potential risks of greenwashing.

**Key words:** 90/10 funds, impact investing, ESG, greenwashing, social impact.

## ÍNDICE DE CONTENIDO

<b>LISTADO DE ABREVIATURAS.....</b>	<b>6</b>
<b>1. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>7</b>
1.1. Contexto.....	7
1.2. Objetivos perseguidos.....	8
1.3. Justificación y pertinencia del estudio.....	9
1.4. Metodología.....	12
<b>2. MARCO CONCEPTUAL.....</b>	<b>14</b>
2.1. Definición y estructura de los fondos 90/10.....	14
2.2. Regulación europea de las inversiones sostenibles: aplicación del SFDR, los RTS y la Taxonomía en los fondos 90/10.....	18
2.3. El principio <i>Do No Significant Harm</i> (DNSH) en los fondos 90/10.....	20
2.4. Integración de la Taxonomía Verde en las finanzas sostenibles en España y su impacto en los fondos 90/10.....	22
2.5. Principales barreras y limitaciones del modelo 90/10.....	23
2.6. ¿Puede existir un fondo 90/10 sin componente ESG en el 90%?.....	26
2.7. Propuesta de análisis.....	27
<b>3. EVALUACIÓN CRÍTICA DE LA VIABILIDAD REGULATORIA, ECONÓMICA E INSTITUCIONAL DE LOS FONDOS 90/10 EN ESPAÑA.....</b>	<b>29</b>
3.1. Criterios y retos en la medición del impacto social.....	29
3.2. La coherencia ESG en el 90% de la cartera.....	31
3.3. Barreras para la implantación de los fondos 90/10 en España.....	33
3.3.1. Barrera regulatoria: inexistencia de impedimento jurídico, pero ausencia de incentivos.....	33
3.3.2. Barreras de demanda: perfil del inversor minorista.....	34
3.3.3. Barrera comercial: el papel de la alta dirección y la red de distribución.....	35
3.4. La experiencia francesa como modelo de referencia: el caso de LFR.....	35

3.5. Marco regulatorio europeo: reforma del SFDR y su impacto en los fondos 90/10 .....	37
3.6. El papel del Estado y de la inversión pública en el desarrollo de los fondos 90/10 .....	39
3.7. Contexto geopolítico y sostenibilidad financiera .....	41
<b>4. CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN.....</b>	<b>42</b>
4.1. Conclusiones.....	42
4.2. Limitaciones del estudio y futuras líneas de investigación .....	43
<b>5. DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA EN TRABAJOS FIN DE GRADO.....</b>	<b>44</b>
<b>6. BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>45</b>
6.1. Referencias .....	45
6.2. Legislación.....	49
6.3. Otros materiales consultados.....	51

## ÍNDICE DE FIGURAS

<b>Figura 1: Prioridad entre rentabilidad financiera e impacto.....</b>	<b>10</b>
<b>Figura 2: Herramientas utilizadas para la medición de impacto.....</b>	<b>17</b>

## LISTADO DE ABREVIATURAS

COFIDES	Compañía Española de Financiación del Desarrollo
DNSH	<i>Do No Significant Harm</i> , del inglés.
ESG	<i>Environmental, Social, and Governance</i> , del inglés.
ESS	<i>Économie sociale et solidaire</i> , del francés.
FAIR	<i>Financer Accompagner Impacter Rassembler</i> , del francés.
GIIN	<i>Global Impact Investing Network</i> , del inglés.
IMP	<i>Impact Management Project</i> , del inglés.
ISR	Inversión Socialmente Responsable
LFR	<i>La Financière Responsable</i> , del francés.
ODS	Objetivos de Desarrollo Sostenible
PAI	<i>Principal Adverse Impacts</i> , del inglés.
PEE	Plans d'Épargne Salariale, del francés.
PPESV	<i>Plan Partenarial d'Épargne Salariale Volontaire</i> , del francés.
SFDR	<i>Sustainable Finance Disclosure Regulation</i> , del inglés.
UNESPA	Unión Española de Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras

# 1. INTRODUCCIÓN

## 1.1. Contexto

Desde hace décadas, la inversión financiera ha tenido como objetivo principal la obtención de rentabilidad económica. No obstante, en los últimos años ha ido consolidándose un enfoque alternativo: la inversión de impacto. Su propósito es combinar la generación de retornos financieros con resultados sociales o ambientales positivos. Es así que el *Global Impact Investing Network* (GIIN) la define como aquellas “inversiones que se realizan con la intención de generar un impacto social o ambiental positivo y medible, junto con un rendimiento financiero”<sup>1</sup> (2025).

En el marco europeo, la *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR, Reglamento UE 2019/2088) establece un sistema de clasificación para los fondos de inversión en función de su sostenibilidad. De acuerdo con la norma, estos productos financieros se dividen en tres categorías: los del artículo 6, que no incluyen criterios de sostenibilidad; los del artículo 8, que se caracterizan por promover aspectos medioambientales o sociales y exigen que las empresas en las que invierten mantengan unas prácticas de buen gobierno; y los del artículo 9, cuyo objetivo es la inversión sostenible, es decir, aquella que contribuye a metas ambientales medibles sin causar un perjuicio significativo a otros ámbitos de la sostenibilidad (Smits y Galle, 2024, pp. 378-379; Disabato y Ng, 2021, pp. 3-4). Asimismo, según el Estudio de Mercado de Spainsif de 2023 (Castañeda, pp. 16, 20), la entrada en vigor del nivel 2 del SFDR, aplicable desde 2023, ha reforzado la transparencia y comparabilidad de los productos sostenibles, unificando el mercado europeo de inversión responsable.

Dentro de este sector, destacan los fondos 90/10, también denominados fondos de solidaridad 90/10 o *solidarity 90/10 funds*. En este modelo, una fracción minoritaria de los activos gestionados (normalmente, entre un 5% y un 10%) debe destinarse a financiar organizaciones que generen un impacto social directo, como empresas sociales, entidades del tercer sector o iniciativas emprendedoras con fines de impacto. El resto de la cartera (90-95%) se invierte en activos financieros convencionales, normalmente valores

---

<sup>1</sup> [Traducción propia del inglés]: “*Impact investments are investments made with the intention to generate positive, measurable social or environmental impact alongside a financial return*”.

cotizados o activos líquidos, que suelen elegirse conforme a criterios de inversión socialmente responsable (ISR). De este modo, se combina la seguridad y liquidez de la inversión tradicional con una contribución al desarrollo social (Fourrier, 2019, pp. 3, 5, 8; EVPA, 2017). En relación con el marco descrito, los fondos 90/10 podrían situarse en un punto intermedio entre las categorías de los artículos 8 y 9, ya que combinan una estrategia de rentabilidad con una clara orientación hacia el impacto social.

Francia ha sido el país pionero en el desarrollo de los fondos 90/10 y el entorno donde este modelo ha alcanzado un mayor grado de consolidación. Su marco regulatorio exige a las empresas la inclusión de estos productos dentro de los planes de ahorro para empleados; primero en los planes voluntarios (*Plan Partenarial d'Épargne Salariale Volontaire*, PPESV) tras la ley Fabius de 2001, y, posteriormente en todos los planes de ahorro salarial y de jubilación de empresa (*Plans d'Épargne Salariale*, PEE) tras la ley LME de 2008 (Mettgenberg, 2023). Gracias a esta estructura, una parte significativa del ahorro privado se canaliza hacia la economía sostenible. Según el Barómetro de las Finanzas Solidarias elaborado por FAIR y La Croix (Sibieude, 2024, p.1), “en 2023, los activos gestionados aumentaron un 15%, pasando de un total de 26,3 mil millones de euros a 30 mil millones de euros”<sup>2</sup>, lo que consolida a Francia como el mercado europeo más avanzado en inversión de impacto.

En España, este modelo aún no se ha implementado debido a la falta de un marco normativo que lo regule y por la existencia de un perfil de inversor conservador, focalizado principalmente en la rentabilidad. Tampoco existen incentivos fiscales ni instrumentos que faciliten canalizar el ahorro privado hacia la inversión de impacto. No obstante, el creciente interés por las finanzas sostenibles y el impulso normativo europeo hacen pensar que este producto podría implementarse en un futuro próximo.

## **1.2. Objetivos perseguidos**

El presente trabajo tiene por objeto principal analizar la viabilidad de los fondos de inversión 90/10 en España, atendiendo a su diseño, sus condiciones legales, económicas

---

<sup>2</sup> [Traducción propia del francés]: “En 2023, les encours ont progressé de 15%, passant d'un total de 26,3 milliards d'euros à 30 milliards d'euros”.

y de mercado, y proponiendo recomendaciones para su posible implementación. Con ese fin, me planteo responder a las siguientes preguntas de investigación:

1. *¿Por qué estos fondos han tenido mayor éxito o implantación en Francia y cuáles han sido los factores determinantes?*
2. *¿De qué manera los modelos desarrollados en Francia pueden servir como referencia para evaluar la viabilidad de los fondos 90/10 en España?*
3. *¿Cuáles son las barreras (regulatorias, fiscales, de mercado, culturales, de evaluación de impacto) que impedirían o dificultarían la introducción de los fondos 90/10 en España?*
4. *¿Bajo qué condiciones de diseño (modificaciones legales, incentivos fiscales, alianzas público-privadas) podrían los fondos 90/10 ser viables en España?*
5. *¿Qué grado de interés muestran los inversores españoles por productos financieros con componente social?*

### **1.3. Justificación y pertinencia del estudio**

El interés por los fondos de inversión 90/10 surge del crecimiento que ha experimentado recientemente la financiación de impacto a nivel mundial. Este tipo de inversión se sitúa a medio camino entre las finanzas tradicionales y las inversiones con propósito social, al combinar rentabilidad económica con una contribución positiva a la sociedad. Según datos de SpainNAB (Casasnovas, 2024, pp. 6, 47) y Higgins (2024), en Europa las inversiones en activos de impacto no cotizados bajo gestión aumentaron un 20% entre 2022 y 2023, mientras que el mercado español alcanzó los 3.341 millones de euros en activos gestionados a finales de 2023, lo que supone un crecimiento del 26% respecto al año anterior. Estos datos reflejan el creciente interés por canalizar capital hacia proyectos de finalidad social y medioambiental.

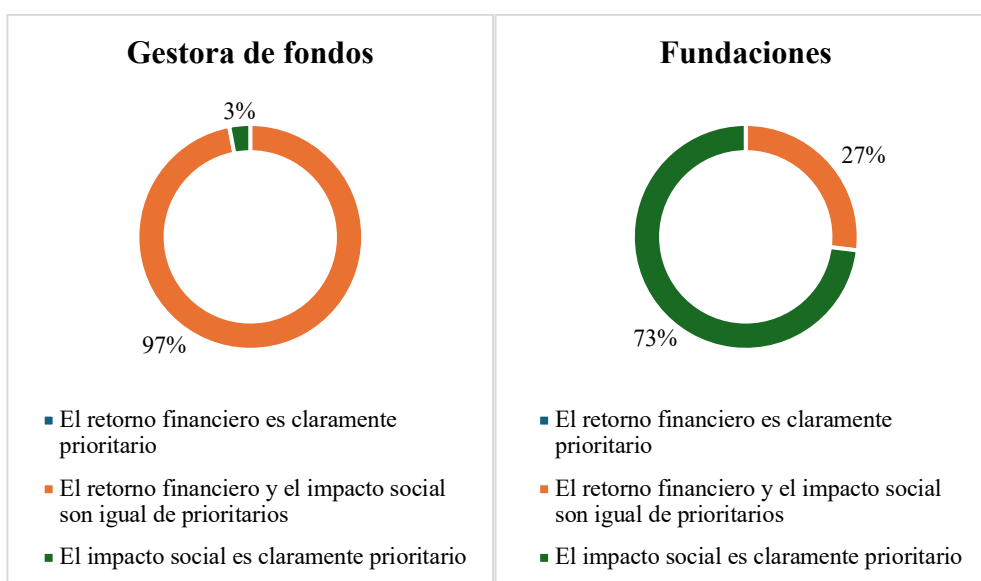
Desde el punto de vista académico, la investigación sobre los fondos 90/10 sigue siendo limitada. Tras una primera revisión bibliográfica, no se han identificado numerosos estudios centrados en este tipo de producto, y el término “fondos 90/10” apenas aparece como categoría explícita en las principales bases de datos. No obstante, sí existen referencias indirectas en estudios sobre inversión de impacto, finanzas sostenibles o

fondos solidarios. Esta escasez de literatura subraya el carácter exploratorio de este estudio y su objetivo de aportar conocimiento sobre un producto financiero novedoso y de creciente interés en España.

En el ámbito internacional, la experiencia francesa demuestra que existe un mercado real para este tipo de fondos. En Francia, los fondos 90/10 ya se incluyen obligatoriamente en ciertos planes de ahorro para empleados y, según Mettgenberg (2023), en 2022 se destinaron 330 millones de euros hacia empresas socialmente responsables a través de estos fondos. Este precedente sugiere que, con un marco regulatorio adecuado y mayor implicación de las entidades financieras, un instrumento similar podría implementarse en España.

Asimismo, el creciente interés por los criterios *Environmental, Social and Governance* (ESG) refleja una tendencia hacia una visión más responsable de la inversión, donde rentabilidad y responsabilidad social no se consideran objetivos incompatibles. Este enfoque responde a una justificación social de fondo: la necesidad de movilizar el ahorro privado hacia proyectos que contribuyan al bienestar colectivo y a la transición hacia una economía más sostenible. En esta línea, los fondos 90/10 se presentan como un producto eficaz para conectar los intereses del sistema financiero con los desafíos sociales actuales.

**Figura 1: Prioridad entre rentabilidad financiera e impacto**



*Fuente: elaboración propia a partir de Casasnovas, 2024, p. 21.*

Tal y como muestra Casasnovas (2024, p. 21), la mayoría de los actores financieros considera que la rentabilidad financiera y el impacto social son objetivos compatibles, siendo ambos igualmente prioritarios en la mayor parte de los casos. Aunque las fundaciones muestran una mayor orientación al impacto (73%), en ningún caso se observa una priorización exclusiva del retorno financiero. En conjunto, estos resultados refuerzan la idea de que la inversión de impacto no se concibe como una renuncia a la rentabilidad (Figura 1).

Del mismo modo, la relevancia de este estudio radica también en los retos de financiación a los que se enfrentan muchas organizaciones con impacto social, quienes, en ocasiones, experimentan dificultades para acceder a capital en condiciones competitivas. Los fondos 90/10 pueden contribuir a abordar ese problema, ya que destinan entre un 5% y un 10% para entidades con propósito social, mientras que el resto se invierte en activos más tradicionales y líquidos (Fourrier, 2019, p. 3). Gracias a esta estructura, combinan apoyo a iniciativas sociales con una base financiera sólida.

Por otra parte, este estudio cobra especial relevancia por su coherencia con las políticas públicas europeas y españolas orientadas a promover una inversión responsable y alineada con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la Agenda 2030. Otras iniciativas como la Taxonomía Europea, el Libro Verde sobre Finanzas Sostenibles, o el Instituto de Crédito Oficial (ICO), reflejan ese compromiso con una economía más sostenible (Castañeda, 2023, p. 75; Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, 2024; Romo, 2021, p. 12).

Asimismo, este estudio resulta especialmente relevante para actores como SpainNAB, el Consejo Asesor Nacional para la Inversión de Impacto, que busca fortalecer y estructurar el mercado español de las finanzas sostenibles, fomentando la colaboración entre inversores, entidades sociales y organismos públicos. En este contexto, analizar la implementación de los fondos 90/10 en España podría reforzar el papel de SpainNAB en la transición hacia una economía más sostenible.

Por último, durante mis prácticas en Atl Capital, una entidad de banca privada con gestora de fondos propia, pude conocer de cerca el funcionamiento del mercado de inversión y la forma en que se estructuran los distintos productos financieros. Esta experiencia me

permitió entender cómo los inversores valoran no solo la rentabilidad, sino también la estabilidad y la confianza, especialmente en un país como España, donde el perfil sigue siendo tradicional y conservador. Esta experiencia despertó mi interés por analizar activos financieros innovadores, como son los fondos 90/10, que podrían representar un producto atractivo para aquellos interesados en combinar seguridad y rendimiento con un impacto social positivo.

#### **1.4. Metodología**

En primer lugar, se realizará una revisión de la literatura académica, así como de informes de organismos internacionales y asociaciones del sector financiero, con el objetivo de establecer un marco teórico sólido en torno a la inversión de impacto y, en particular, a los fondos 90/10. Esta revisión permitirá determinar los elementos definatorios de dichos fondos, su evolución en contextos pioneros y las condiciones regulatorias y de mercado favorables a su desarrollo.

Sobre la base de este análisis, se procederá a realizar un estudio comparado con otros países que han implementado mecanismos similares, prestando especial atención a Francia, donde los fondos 90/10 están más consolidados. El propósito de este ejercicio de *benchmarking* es identificar tanto las buenas prácticas como las dificultades encontradas en su puesta en marcha.

La investigación se complementará con entrevistas a expertos claves del ecosistema de inversión de impacto en España<sup>3</sup>, tales como representantes de asociaciones sectoriales, expertos académicos y directivos institucionales. Estas entrevistas permitirán obtener una visión práctica sobre las barreras actuales, los incentivos necesarios y las condiciones de viabilidad para la implantación de estos fondos en el mercado español.

Finalmente, el estudio combinará la información obtenida en la revisión documental, la comparación con otros países y las entrevistas con expertos, con el objetivo de ofrecer un

---

<sup>3</sup> Ana Puente, Subdirectora General de Finanzas Sostenibles y Digitales de la Dirección General del Tesoro; Alberto Matellán, CEO de *La Financière Responsable* (LFR); Mercedes Valcárcel, Directora General de SpainNAB; María José Gálvez Cardona, Directora de Sostenibilidad, y Pedro del Pozo Ajates, ambos representantes del departamento de Economía, Finanzas y Sostenibilidad de UNESPA.

diagnóstico claro sobre la implementación de los fondos 90/10 en España. Se trata de una metodología de carácter exploratorio, adecuada para un tema todavía poco estudiado en nuestro país, que pretende aportar una primera aproximación útil tanto para la investigación académica como para orientar futuras decisiones en el campo de las finanzas sostenibles.

## 2. MARCO CONCEPTUAL

### 2.1. Definición y estructura de los fondos 90/10

Los fondos de inversión 90/10, también conocidos como fondos solidarios o fondos de solidaridad 90/10, constituyen un instrumento financiero híbrido dentro del ámbito de las finanzas sostenibles y de impacto. Su diseño combina un componente financiero tradicional, orientado a la preservación de capital y la obtención de rentabilidad, con un componente de impacto social directo destinado a financiar actividades con beneficio social o medioambiental medible.

Este enfoque se enmarca en corrientes académicas que han ampliado el marco conceptual de la inversión sostenible. En primer lugar, el enfoque del *Triple Bottom Line* (TBL) de Elkington plantea que las organizaciones deben evaluarse “no solo por el valor económico que generan, sino también por el valor social y ambiental generado o destruido”<sup>4</sup> (Henriques y Richardson, 2004, p. 3). Esta teoría, resumida en las *3P: people, planet, profit*, encaja con la estructura de los fondos 90/10, donde la parte principal de la cartera, invertida con criterios ESG, busca aportar estabilidad y rentabilidad financiera, mientras que el tramo de impacto permite canalizar recursos hacia la creación de valor social y medioambiental. De forma complementaria, la teoría del *Blended Value* desarrollada por Jed Emerson (Arrillaga-Andreessen y Chang, 2007, pp. 2-3), sostiene que toda inversión genera al mismo tiempo valor económico, social y ambiental, y que separar estas dimensiones conduce a una visión incompleta. En este sentido, los fondos 90/10 se ajustan bien a la lógica de creación del valor integrado, al combinar dos componentes distintos que contribuyen simultáneamente al retorno financiero y al impacto.

Sobre estas bases teóricas, resulta más sencillo comprender por qué el diseño de los fondos 90/10 responde a una lógica de equilibrio entre rentabilidad, liquidez e impacto: la integración de dimensiones económicas, sociales y medioambientales que proponen estos enfoques explica que el fondo combine una cartera financiera amplia y diversificada con un componente específico orientado a generar impacto directo.

---

<sup>4</sup> [Traducción propia del inglés]: “not just on the economic value that they add, but also on the environmental and social value that they add – or destroy”.

Según la *European Venture Philanthropy Association* (EVPA, 2017) y Fourrier (2019, pp. 3-5), estos fondos destinan aproximadamente un 90% y un 95% de su cartera a activos líquidos y diversificados, generalmente valores cotizados o instrumentos de renta fija gestionados con criterios de inversión socialmente responsable (ISR) o factores ambientales, sociales y de buen gobierno (ESG). El 5% o 10% restante se destina a inversiones de impacto directo en empresas sociales, entidades del tercer sector u organizaciones que aportan soluciones innovadoras a desafíos sociales y medioambientales.

De este modo, esta estructura permite equilibrar la seguridad y liquidez típicas de los fondos tradicionales con la generación de un impacto social y medioambiental tangible, ofreciendo a los inversores una rentabilidad ajustada al riesgo comparable a la de otros instrumentos financieros. En términos prácticos, este producto se ha consolidado como un mecanismo eficaz de canalización del ahorro privado hacia la economía social, contribuyendo al desarrollo de proyectos con valor solidario añadido (Sibieude, 2024, pp. 1-2, 5).

El tramo de impacto (10%) se distingue por su carácter e intencionalidad social o medioambiental explícita, su adicionalidad y por la medición del impacto generado. En este segmento, las inversiones se dirigen a entidades que aportan “soluciones relevantes a atender retos sociales o medioambientales desatendidos”, de acuerdo con la clasificación “Clase C” del *Impact Management Project* (IMP) (Casasnovas, 2023, p. 11). Este marco internacional, impulsado por la *Impact Management Platform* y organismos como la OCDE, el PNUD o la EVPA, establece un marco común para definir y gestionar el impacto de las inversiones a través de cinco dimensiones: qué cambio se genera, quién se beneficia, cuánto impacto se produce, qué contribución aporta el inversor y qué riesgos existen (OCDE, 2021, p. 31). Bajo este enfoque, una inversión solo puede considerarse de impacto cuando el inversor aporta adicionalidad, ya sea facilitando “recursos a organizaciones que no podrían acceder a financiación adecuada o lo harían en condiciones menos favorables”, o mediante una “implicación activa” para maximizar los resultados sociales de la entidad financiada (SpainNAB *et al.*, 2025, p. 13).

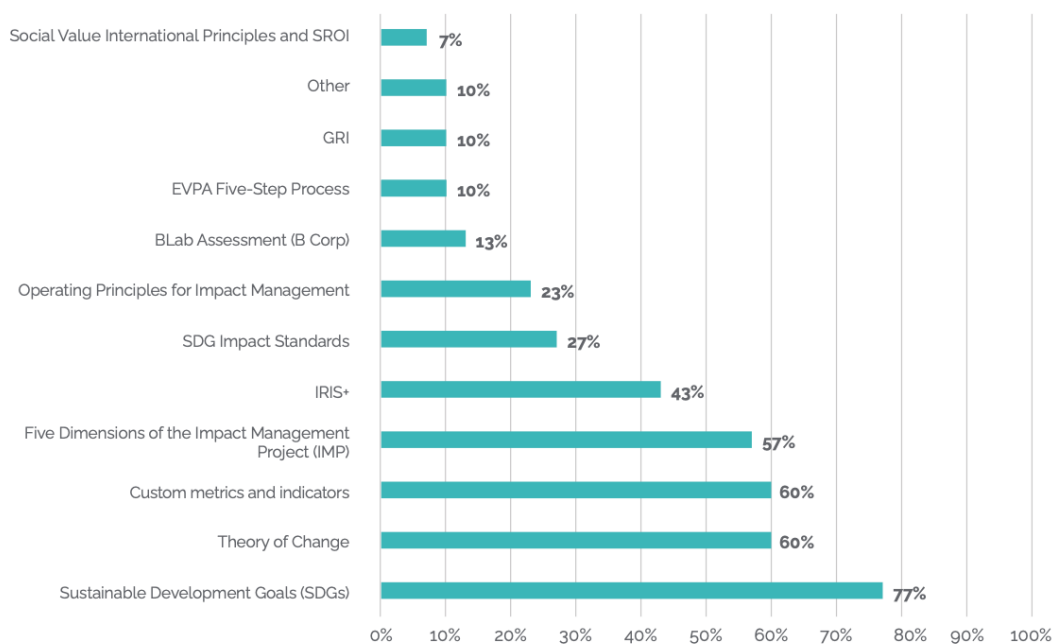
En paralelo, estas bases teóricas permiten entender que la coherencia entre ambos tramos del fondo (impacto y financiero) es un elemento clave en su diseño. Aunque cumplen

funciones diferenciadas, forman parte de una misma estrategia y, por ello, resulta coherente que exista una cierta alineación entre sus principios operativos, de manera que la lógica del impacto no quede desconectada de la gestión del resto de la cartera.

Por su parte, el tramo mayoritario (90%) se destina a activos líquidos y diversificados, pero su gestión responde a criterios ISR y ESG, lo que no solo garantiza estabilidad y liquidez, sino también la coherencia global del producto con sus objetivos de sostenibilidad. En la práctica, la gestión de esta cartera suele incorporar políticas de exclusión (para evitar la exposición a sectores o prácticas controvertidas), estrategias *best-in-class*, y la integración sistemática de factores ESG en los procesos de análisis financiero y de toma de decisiones. De este modo, se asegura que la búsqueda de rentabilidad económica no entre en conflicto con la finalidad social o ambiental del producto (Disabato y Ng, 2021, pp. 3, 7; Smits y Galle, 2024, pp. 388-389). En consecuencia, los fondos 90/10 se distinguen de otros instrumentos de inversión sostenible por combinar la inversión de impacto directa, propia del capital riesgo social, con una cartera de activos cotizados gestionada según criterios ESG, una estructura todavía poco común en los fondos tradicionales.

En lo que respecta a la medición y gestión del impacto, los fondos 90/10 adoptan marcos metodológicos internacionales estandarizados que garantizan la coherencia y la comparabilidad de los resultados. Entre los más utilizados destacan los ODS de Naciones Unidas, empleados por el 77% de los inversores de impacto, seguidos de la teoría del cambio (60%) y las cinco dimensiones del IMP (57%) (Figura 2). Tal y como recoge Casasnovas (2023, pp. 7, 25, 37-38), estas herramientas constituyen las principales referencias utilizadas por las gestoras de fondos para medir y gestionar su contribución al impacto social y medioambiental, garantizando una mayor transparencia y comparabilidad. En conjunto, estos marcos han permitido avanzar hacia una mayor estandarización y transparencia en la evaluación del impacto dentro del sector de la inversión sostenible.

**Figura 2: Herramientas utilizadas para la medición de impacto**



*Fuente: Casanovas, 2023, p. 25*

La literatura empírica ha analizado si la integración de criterios ambientales, sociales y de gobernanza afecta al desempeño financiero. Un claro ejemplo es el metaanálisis elaborado por Friede, Busch y Bassen, que agrupa los resultados de más de dos mil investigaciones. Sus resultados muestran que “aproximadamente el 90% de los estudios encuentran una relación no negativa”<sup>5</sup> entre la integración de criterios ESG y el rendimiento financiero, y que en muchos casos, esta relación es incluso “positiva” (p. 210). Esta evidencia sugiere que, en contra de las predicciones de la teoría neoclásica, la incorporación de factores ESG no tiende a penalizar el rendimiento (Friede *et al.*, 2015, pp. 225-226).

En el caso específico de los fondos 90/10, el análisis realizado por Devin (2025) sobre 49 fondos solidarios franceses durante el periodo 2020 y 2023, muestra que estos vehículos presentan una volatilidad y exposición al riesgo inferiores a las de sus índices de referencia. No obstante, el estudio también identifica un efecto negativo y estadísticamente significativo asociado al tramo solidario. En palabras del autor, “el análisis econométrico pone de manifiesto un impacto negativo, sustancial y

---

<sup>5</sup> [Traducción propia del inglés]: “Roughly 90% of studies find a nonnegative ESG–CFP relation. More importantly, the large majority of studies reports positive findings”.

estadísticamente significativo del componente solidario sobre el rendimiento financiero”<sup>6</sup> (p. 1). Este resultado se explica, en parte, por el comportamiento más modesto de los activos no cotizados vinculados a la economía social y por las restricciones que impone la propia estrategia solidaria en la construcción de la cartera. Aun así, el estudio subraya que este factor no es el único determinante del rendimiento, ya que algunos fondos se ven afectados por las exigencias de sostenibilidad aplicadas al tramo 90%, que condicionan la composición y el desempeño de la cartera principal (p. 27).

Esta estructura híbrida y estas exigencias conceptuales permiten entender también como se encuadran los fondos 90/10 dentro del marco regulatorio europeo, lo que se desarrolla en el siguiente apartado.

## **2.2. Regulación europea de las inversiones sostenibles: aplicación del SFDR, los RTS y la Taxonomía en los fondos 90/10**

El marco regulatorio europeo sobre finanzas sostenibles se articula principalmente a través del Reglamento (UE) 2019/2088, conocido como *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR). Su objetivo no es regular qué es una inversión sostenible, sino armonizar la divulgación de información, reducir la asimetría informativa y limitar los riesgos de *greenwashing* en el sector financiero (Hahnkamper-Vandenbulcke y Takitzi, 2025, pp. 1, 3). El SFDR distingue tres categorías de productos, artículos 6, 8 y 9, en función de su grado de integración de criterios de sostenibilidad, y en su artículo 2.17, define la inversión sostenible como aquella “inversión en una actividad económica que contribuye a un objetivo ambiental [...] o social [...], siempre que dichas inversiones no perjudiquen significativamente ninguno de esos objetivos y que las empresas receptoras de la inversión sigan buenas prácticas de gobierno corporativo, en particular en lo que respecta a estructuras de gestión sólidas, relaciones laborales, remuneración del personal y cumplimiento tributario”<sup>7</sup> (STOXX, 2025, p. 3).

---

<sup>6</sup> [Traducción propia del inglés]: “the econometric analysis, highlights a statistically significant and substantial negative impact of the solidarity component on financial performance”.

<sup>7</sup> [Traducción propia del inglés]: “sustainable investment means an investment in an economic activity that contributes to an environmental objective [...] a social objective [...] provided that such investments do not significantly harm any of those objectives and that the investee companies follow good governance practices, in particular with respect to sound management structures, employee relations, remuneration of staff and tax compliance”;

El Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 de la Comisión, que complementa el SFDR, introduce los Estándares Técnicos de Regulación (*Regulatory Technical Standards*, RTS) o nivel 2, aplicables desde enero de 2023. Estos estándares detallan el contenido, las metodologías y el formato de la información que deben seguir los productos financieros clasificados bajo los artículos 8 y 9 del SFDR, mediante plantillas normalizadas que buscan facilitar la comparabilidad entre fondos. En concreto, los artículos 14, 18 (junto a los anexos II y III) regulan el uso de plantillas para la información precontractual, mientras que los artículos 50 y 58 (anexos IV y V) establecen el formato de los informes periódicos. Asimismo, este marco desarrolla las obligaciones de transparencia en sitios web exigidas por el artículo 10 del SFDR, obligando a publicar detalles sobre las estrategias de inversión y los métodos de medición empleados (capítulo IV). El propósito final es reforzar la transparencia y permitir que los inversores puedan analizar indicadores uniformes, la contribución real a los objetivos sociales y verificar el cumplimiento del principio *Do No Significant Harm* (DNSH) (considerandos 4, 22, 29, 34).

En este contexto, el principio DNSH exige que una inversión, aun cuando contribuya a un objetivo social o ambiental, no debe generar un perjuicio significativo sobre otros objetivos de sostenibilidad. Con el fin de verificar su cumplimiento, los RTS incorporan el uso de los indicadores de principales incidencias adversas (*Principal Adverse Impacts*, PAI), cuya declaración debe publicarse siguiendo la plantilla del anexo I, tal y como establece el artículo 4.2 del Reglamento. Estos indicadores permiten identificar y evaluar los posibles efectos negativos de la inversión, consolidándose como la herramienta de referencia para demostrar el cumplimiento del principio DNSH tanto a nivel de producto como de inversión (considerando 22).

Asimismo, el Reglamento SFDR se complementa con el Reglamento (UE) 2020/852, conocido como el Reglamento de Taxonomía, cuyo objetivo es establecer un sistema común de clasificación que determine qué actividades económicas pueden considerarse ambientalmente sostenibles (artículo 1). Mientras la Taxonomía define los criterios técnicos según los seis objetivos ambientales de su artículo 9, este reglamento introduce obligaciones de transparencia adicionales para los productos financieros. En concreto, exige informar sobre el grado de alineación de las inversiones con la Taxonomía tanto para productos que tienen objetivos sostenibles (artículo 5) como para aquellos que promocionan características ambientales (artículo 6). De esta forma, ambos reglamentos

actúan de manera complementaria: la Taxonomía aporta la base técnica e identificativa, mientras que el SFDR garantiza la divulgación estandarizada de dicha información (considerando 19).

Los fondos 90/10 pueden enmarcarse bajo los artículos 8 y 9 del Reglamento SFDR, en función del grado de integración de los criterios de sostenibilidad en su cartera. Cuando el tramo principal correspondiente al 90%, promueve características ambientales o sociales mediante la integración de factores ESG, el producto puede clasificarse dentro del artículo 8. En cambio, si la totalidad de la cartera se destina a objetivos de inversión sostenible, demostrando el cumplimiento del DNSH y prácticas de buen gobierno, podría considerarse un producto del artículo 9 (Disabato y Ng, 2021, pp. 3-4).

En consecuencia, la clasificación regulatoria no viene determinada únicamente por el porcentaje destinado a proyectos de impacto, sino por la intencionalidad y la coherencia global de su estrategia. En la práctica, el propósito del SFDR es combatir el *greenwashing* mediante una transparencia reforzada, obligando a las gestoras a demostrar (a través de sus políticas de inversión, PAI y el *reporting* periódico), que el conjunto del producto se ajusta a los principios de sostenibilidad que promociona (Disabato y Ng, 2021, pp. 4, 11-12).

### **2.3. El principio *Do No Significant Harm* (DNSH) en los fondos 90/10**

Tal y como se ha señalado en el apartado anterior, uno de los pilares del SFDR junto a los RTS que lo desarrollan, lo constituye el principio DNSH. Su fin es garantizar que un producto financiero que promueve objetivos ambientales o sociales no incurra, al mismo tiempo, en perjuicios relevantes sobre otros aspectos de la sostenibilidad, asegurando que ninguna inversión se considere sostenible si daña un objetivo más de lo que contribuye a otro (Reglamento SFDR, considerando 17; Reglamento 2020/852, considerando 34). Aunque su formulación normativa es amplia, los RTS concretan su alcance al exigir criterios comunes para evaluar los posibles impactos adversos. Con estas directrices, el DNSH deja de ser una idea abstracta y pasa a funcionar como un requisito verificable a través de la información que los propios productos están obligados a publicar sobre sostenibilidad. De hecho, Smits y Galle recuerdan que los RTS precisan el contenido y la

presentación de la información en relación con el principio de *do no significant harm*<sup>8</sup> (2024, pp. 379-380), lo que permite contar con un marco más claro y uniforme para interpretarlo y aplicarlo en la práctica.

La aplicación práctica de este principio se articula a través de los mencionados PAI, indicadores que los RTS establecen como obligatorios para identificar y medir los efectos negativos derivados de las decisiones de inversión. Estos indicadores actúan como base técnica para verificar si un producto cumple realmente con el DNSH, puesto que permiten evaluar cuestiones como emisiones, controversias graves o vulneraciones de derechos laborales (Reglamento 2022/1288, pp. 42-43). En esta línea, Smits y Galle subrayan que los PAI “deben entenderse como aquellos impactos [...] que generan efectos negativos sobre los factores de sostenibilidad”<sup>9</sup> (2024, p. 389), lo que confirma su papel central para verificar el daño significativo. Además, los gestores deben explicar cómo integran estos indicadores en sus procesos de diligencia debida, lo que exige que el DNSH se incorpore en el funcionamiento global del producto y no solo como una evaluación puntual (Smits y Galle, 2024, p. 389; Reglamento SFDR, considerando 18). Este carácter transversal hace que el cumplimiento del principio no pueda dividirse entre partes de la cartera ni vincularse únicamente a aquellas inversiones que generan impactos positivos.

La interpretación que ofrecen las metodologías del sector va en la misma dirección: el estudio de STOXX (2025) sobre el artículo 2.17 del SFDR señala que el análisis del daño significativo debe extenderse a todas las empresas en cartera, sometiéndolas a los filtros asociados al DNSH. Estos filtros incluyen el análisis de controversias graves (como el incumplimiento del Pacto Mundial de la ONU), exclusiones sectoriales (como armas controvertidas, tabaco o carbón térmico) e incumplimientos de estándares internacionales (STOXX, 2025, p. 8). Esta guía es coherente con la postura de la Comisión Europea, que recuerda que una inversión sostenible no debe causar un perjuicio significativo y que no puede justificarse sobre la base de mejoras hipotéticas o planes de transición que todavía no se han implantado en la práctica. En definitiva, estas exigencias indican que la sostenibilidad que un fondo afirma tener debe reflejarse en el comportamiento del

---

<sup>8</sup> [Traducción propia del inglés]: “specifying the details of the content and presentation of the information in relation to the principle of ‘do no significant harm’...”

<sup>9</sup> [Traducción propia del inglés]: “should be understood as those impacts [...] that result in negative effects on sustainability factors”.

conjunto del producto, y no descansar únicamente en una fracción minoritaria de la cartera que genere contribuciones positivas aisladas (STOXX, 2025, p. 4).

En el caso de los fondos 90/10, esta exigencia resulta especialmente relevante. Limitar el análisis del DNSH únicamente al 10% solidario podría dar una imagen del cumplimiento normativo que no refleja realmente cómo funciona el fondo. En la práctica, tanto el SFDR como las metodologías del sector exigen evaluar este principio sobre el conjunto del producto, lo que implica que el tramo mayoritario también debe gestionarse evitando impactos adversos significativos. Solo así puede hablarse de una coherencia mínima que garantice que el fondo responde de forma creíble a los objetivos sociales o ambientales que declara.

#### **2.4. Integración de la Taxonomía Verde en las finanzas sostenibles en España y su impacto en los fondos 90/10**

En el contexto de las finanzas sostenibles en España, la Taxonomía Verde de la Unión Europea se ha convertido en una herramienta clave para orientar la inversión hacia actividades que contribuyen de manera sustancial a los objetivos ambientales. Además de identificar qué actividades pueden considerarse sostenibles, la Taxonomía incorpora categorías que reflejan de forma más matizada la realidad de las empresas en transición, distinguiendo entre actividades con “daño significativo” (SH) y otras “sin impacto significativo” (NSI), un enfoque reconocido en los análisis recientes sobre la Taxonomía ampliada en el mercado español (Spainsif, 2021, pp. 18, 22-23). En este contexto, los fondos 90/10 podrían encajar siempre que el tramo financiero se gestione de acuerdo con estos criterios y evite la exposición a actividades clasificadas como perjudiciales. Aunque el tramo solidario suele financiar entidades de la economía social que no siempre operan en sectores directamente cubiertos por la Taxonomía, ello no los sitúa fuera de su lógica, sobre todo en lo relativo a la exigencia del DNSH.

No obstante, la adaptación de los fondos 90/10 a los criterios de la Taxonomía presenta algunos retos. Los criterios técnicos de elegibilidad están pensados para sectores en los que es posible medir con precisión la contribución ambiental, algo que no siempre ocurre con las entidades de la economía social financiadas por el tramo solidario (Triodos Bank,

2024). Esto obliga a los gestores a complementar la Taxonomía con evaluaciones cualitativas y métricas sociales que aseguren la ausencia de impactos negativos y el cumplimiento del principio DNSH (Reglamento 2022/1288, considerando 10). Para el tramo mayoritario, la Taxonomía funciona como un apoyo claro para ordenar y justificar las decisiones de inversión, ya que ayuda a identificar actividades ambientales sólidas y facilita que la cartera sea más transparente y comprensible para el inversor (Spainsif, 2018). En conclusión, para que un fondo 90/10 pueda integrarse plenamente en las finanzas verdes en España depende de que el gestor mantenga criterios coherentes en ambos tramos.

## **2.5. Principales barreras y limitaciones del modelo 90/10**

Aunque los fondos 90/10 se presentan como una herramienta atractiva para canalizar capital hacia proyectos sociales, la literatura especializada muestra que el modelo también genera dudas y obstáculos que conviene tener en cuenta. Estas posibles barreras no deslegitiman la herramienta, pero sí permiten valorar con más realismo sus posibilidades y limitaciones.

Una de las críticas más comunes se dirige al alcance real del impacto del 10% solidario. A pesar del crecimiento del ahorro solidario en Francia, donde el modelo es más consolidado, los estudios muestran que la cantidad que llega efectivamente a las empresas sociales sigue siendo reducida. El informe de EVPA (2017, p. 2) señala que “la inversión real realizada en empresas sociales a través de los fondos 90/10 ascendió a menos de 100 millones de euros”<sup>10</sup>, a pesar del volumen total de ahorro gestionado. Este desajuste entre el tamaño del fondo y el impacto directo plantea dudas acerca de si el 10% es suficiente para generar transformaciones significativas o si, por el contrario, corre el riesgo de quedar diluido dentro de la estructura del producto.

Otro de los puntos débiles del modelo 90/10 es la cuestión de la rentabilidad. Tal y como se adelantó en el apartado 2.1, el estudio de Devin (2025, pp. 23, 25) muestra que el tramo solidario presenta ciertos efectos negativos sobre el rendimiento financiero del fondo. En

---

<sup>10</sup> [Traducción propia del inglés]: “the actual investment made in social enterprises through the 90/10 funds amounted to less than €100 million”.

su análisis econométrico, el autor señala que “un aumento del 1% en la proporción de activos solidarios reduce el rendimiento entre un 0,539% y un 0,655%”<sup>11</sup>, y este patrón se mantiene en todos los modelos estimados por el autor, dado que “los cuatro modelos confirman que la proporción de activos solidarios afecta negativamente al rendimiento”<sup>12</sup>, lo que refleja el impacto de la menor liquidez, la dificultad de valoración de los activos sociales y los riesgos propios de estas inversiones. Este resultado encaja con el metaanálisis de Atz *et al.* (2022, p. 21), quienes concluyen que las estrategias ESG funcionan, sobre todo, como un mecanismo de “protección frente a caídas o un efecto similar al de un seguro”<sup>13</sup>, pero subrayan que estos beneficios asimétricos no implican necesariamente un mejor desempeño en condiciones normales de mercado. En la misma línea, según una encuesta publicada por la Universidad de Oxford y Morgan Stanley (2017) recogida en la OCDE (2019, p. 58), advierte de que “algunos inversores siguen percibiendo que existe un compromiso entre la inversión sostenible y los retornos financieros”<sup>14</sup>. Esta tensión se hace visible en productos como los fondos 90/10, donde la presencia de un tramo solidario puede introducir cierta penalización en la rentabilidad, lo que puede limitar su atractivo para inversores que prioricen el rendimiento financiero.

Por otro lado, un obstáculo relevante para el desarrollo de los fondos 90/10 es la falta de estándares comunes en materia de medición y gestión del impacto. Los informes sectoriales recientes señalan que, pese a los esfuerzos de profesionalización, persiste una notable dispersión metodológica. SpainNAB identifica expresamente que “la propia medición del impacto -especialmente en cuanto a la falta de evidencia y/o comparabilidad de los resultados” como uno de los principales retos para la consolidación del ecosistema en nuestro país (Casasnovas, 2023, pp. 37, 39). Esta ausencia de marcos homogéneos se ve agravada por la ambigüedad conceptual que todavía rodea al propio concepto de “inversión de impacto”. Como señala el mismo informe, “las nociones de inversión y financiación ‘de impacto’ y ‘sostenible’ siguen siendo ambiguas para mucha gente”

---

<sup>11</sup> [Traducción propia del inglés]: “An increase of 1% in the share of solidarity assets results in a performance decrease of 0.539% (...) to 0.655%”.

<sup>12</sup> [Traducción propia del inglés]: “all four models confirm that the share of solidarity assets negatively affects performance”

<sup>13</sup> [Traducción propia del inglés]: “ESG investing provides downside protection or an “insurance-like effect”.

<sup>14</sup> [Traducción propia del inglés]: “some investors still perceive there to be a trade-off between sustainable investing and financial returns”.

(Casasnovas, 2023, p. 5), lo que dificulta alinear expectativas entre inversores, gestores y entidades receptoras.

Este problema no es exclusivo del ámbito español. La OCDE ya advertía que “la falta de un entendimiento común sobre la definición y segmentación del mercado de la inversión de impacto sigue siendo una barrera para el desarrollo de la industria”<sup>15</sup> (OCDE, 2019, p. 104). Cuando no existen criterios estandarizados para medir resultados, los procesos se vuelven más costosos, la comparación entre fondos se complica y puede poner en cuestión la solidez del impacto declarado. En un instrumento híbrido como los fondos 90/10, esta falta de homogeneidad pesa aún más, porque obliga a hacer una evaluación del 10% solidario más exigente y provoca que algunos inversores puedan mostrar reservas ante la falta de métricas consistentes.

Por último, una barrera importante para este producto tiene que ver con la realidad de las entidades sociales que podrían recibir el 10% solidario. Diversos estudios señalan que muchas de estas organizaciones no solo operan en entornos complejos, sino que además se enfrentan a dificultades estructurales que complican su acceso a financiación. El informe de Naciones Unidas (2025, p. 9) describe que estas entidades “pueden enfrentar importantes desafíos para gestionar sus ciclos de actividad y necesidad financieras”<sup>16</sup>, en gran medida porque los plazos de inversión no suelen encajar bien con los tiempos necesarios para consolidar impacto y estabilidad. A ello se añade que muchas de ellas cuentan con “limitaciones técnicas (...) en su comprensión y uso de instrumentos financieros”<sup>17</sup>, lo que reduce su capacidad para aprovechar vehículos de inversión más sofisticados (p. 9).

El mismo informe muestra que buena parte de estas organizaciones, sobre todo las pequeñas, tienen dificultades para desarrollar planes de negocio que reflejen adecuadamente su doble misión, a lo que se suma que los indicadores financieros

---

<sup>15</sup> [Traducción propia del inglés]: “the lack of a common understanding on the definition and segmentation of the social impact investing market represents a barrier to the further development of the industry”.

<sup>16</sup> [Traducción propia del inglés]: “SSE entities, depending on their sector, size and development stage, can face significant challenges in managing their business cycles and financial requirements”.

<sup>17</sup> [Traducción propia del inglés]: “This temporal disconnect is further complicated by the technical capacity limitations within these organizations, particularly in their understanding and utilization of financial instruments”.

habituales “no capturan el valor social y medioambiental que generan”<sup>18</sup>. Por último, la fase de crecimiento también plantea retos adicionales, ya que la capitalización del crecimiento sigue siendo un desafío y no siempre pueden acceder a instrumentos de *equity* o estructuras societarias que les permitan financiarse en condiciones equiparables a las de una empresa convencional (p. 9).

## 2.6. ¿Puede existir un fondo 90/10 sin componente ESG en el 90%?

La coherencia entre los dos tramos de un fondo 90/10 resulta fundamental para su valoración como vehículo de inversión sostenible e, incluso, de inversión de impacto. Como se ha expuesto en los apartados anteriores, tanto la perspectiva regulatoria (clasificación SFDR y principios DNSH) como conceptual (intencionalidad, adicionalidad y medición del impacto), descansan sobre la integración de la sostenibilidad en el conjunto del producto, y no únicamente en una fracción minoritaria de la cartera.

Desde esta perspectiva, un fondo que destine solo un 10% de su capital a proyectos de impacto, pero mantenga el resto sin incorporar políticas ESG (o incluso expuesto a actividades controvertidas), no podría considerarse un producto sostenible propio de los artículos 8 o 9 del SFDR. La literatura reciente coincide precisamente en que la coherencia interna es un requisito implícito en la clasificación regulatoria: Sáez y ter Hoeven (2025) muestran que “los requisitos de divulgación del artículo 8 y 9 del SFDR nivel 1 se han utilizado como etiquetas de sostenibilidad [...], lo que puede conducir al riesgo de *greenwashing*”<sup>19</sup>, sobre todo cuando existe una desconexión entre las características declaradas y la forma en que se gestiona la cartera en su conjunto. De igual modo, Vandeloise (2025) advierte de que el uso inapropiado de las categorías del SFDR ha permitido que algunos productos se presenten como sostenibles sin que exista una correspondencia real entre la estrategia y sus inversiones. Estas advertencias demuestran que la clasificación normativa exige coherencia entre lo que afirma ser y lo que efectivamente hace.

---

<sup>18</sup> [Traducción propia del inglés]: “traditional financial metrics may not fully capture the social and environmental value creation process”.

<sup>19</sup> [Traducción propia del inglés]: “the disclosure requirements formulated in Article 8 and Article 9 of the SFDR level 1 have been used as sustainability labels [...] which might lead to risks of greenwashing”.

Desde el punto de vista de la inversión de impacto, el informe de SpainNAB señala que la intencionalidad, la adicionalidad y la medición de impacto son elementos fundamentales en cualquier estrategia de impacto. Es decir, un fondo que no los aplique de forma coherente en la mayor parte de su cartera, incurriría en lo que se denomina como *impact washing* (Casasnovas, 2023, pp. 33, 35 y 39).

En consecuencia, aunque jurídicamente podría existir un fondo 90/10 con un componente principal no ESG en el marco del artículo 6 del SFDR, no sería coherente presentarlo como fondo sostenible ni, mucho menos, como fondo de impacto. Esta relación entre coherencia interna, sostenibilidad, y clasificación normativa es un aspecto clave para valorar si los fondos 90/10 pueden implantarse de forma rigurosa en el mercado español y abre el camino para plantear la hipótesis central del presente estudio.

En suma, aunque los fondos 90/10 ofrecen un mecanismo valioso para canalizar capital hacia proyectos sociales, las evidencias muestran que su funcionamiento está condicionado por limitaciones como la escasa magnitud del impacto directo hasta los retos de rentabilidad. Estos factores no invalidan el modelo, pero sí invitan a valorarlo desde una perspectiva más realista antes de su posible encaje en el contexto español.

## **2.7. Propuesta de análisis**

Tras revisar en profundidad la literatura académica, los principios de la inversión de impacto y la regulación europea, especialmente el SFDR, los RTS y la Taxonomía, considero que existen elementos suficientes para pensar que los fondos 90/10 podrían implantarse con éxito en España. El creciente interés por las finanzas sostenibles y la experiencia previa de Francia sugiere que el mercado español podría recibir y desarrollar este tipo de vehículos.

No obstante, este potencial de viabilidad no es absoluto. Una conclusión que emerge de la revisión teórica es que la estructura 90/10 solo resulta aplicable si existe una integración sólida y consistente de la sostenibilidad en todo el producto. Es decir, no basta con destinar un 10% de la cartera a proyectos de impacto si el porcentaje restante no mantiene estándares ESG alineados con los objetivos del tramo solidario.

A partir de esta reflexión, se establece el planteamiento que guiará el análisis empírico de este trabajo:

*Los fondos 90/10 tienen potencial para ser viables en España, pero solo si se combinan unas condiciones regulatorias y de mercado adecuadas con una integración sólida de criterios ESG rigurosos en la totalidad del producto, garantizando así su credibilidad y alineación con el marco europeo, así como la ausencia de prácticas de greenwashing o impact washing.*

### **3. EVALUACIÓN CRÍTICA DE LA VIABILIDAD REGULATORIA, ECONÓMICA E INSTITUCIONAL DE LOS FONDOS 90/10 EN ESPAÑA**

Con el objetivo de complementar el análisis normativo y doctrinal desarrollado en los capítulos anteriores, se han realizado entrevistas semiestructuradas a distintos actores clave del ecosistema financiero español. En concreto, se ha contado con la visión de Ana Puente, Subdirectora General de Finanzas Sostenibles y Digitales de la Dirección General del Tesoro; Alberto Matellán, CEO de *La Financière Responsable* (LFR), gestora del Grupo MAPFRE especializada en inversión sostenible e impacto; Mercedes Valcárcel, Directora General de SpainNAB, entidad impulsora de la inversión de impacto en España; y desde el ámbito asegurado, María José Gálvez Cardona, Directora de Sostenibilidad, y Pedro del Pozo Ajates, ambos representantes de UNESPA.

#### **3.1. Criterios y retos en la medición del impacto social**

La medición del impacto social constituye uno de los elementos más sensibles para la credibilidad de los fondos 90/10. A diferencia de la dimensión medioambiental, donde existen métricas más estandarizadas y marcos de referencia consolidados, el ámbito social presenta mayores dificultades de cuantificación, homogeneización y atribución. Las entrevistas realizadas reflejan aproximaciones distintas pero complementarias en función del rol institucional de cada actor.

Desde la perspectiva micro, representada por la experiencia de LFR (MAPFRE), la medición del impacto en el tramo solidario se basa principalmente en los informes elaborados por las propias empresas en las que se invierte. Como explica Matellán, la gestora recibe “informes de las propias empresas en los que se detallan las métricas de impacto asociadas a su actividad”. A partir de estos informes, cada entidad participada define y reporta indicadores específicos relacionados con su actividad, por ejemplo, número de personas beneficiarias, acceso a vivienda facilitado, empleo generado en colectivos vulnerables o mejoras en inclusión social, que permiten cuantificar de forma directa el resultado de su inversión. No obstante, la gestora no se limita a aceptar estos datos de manera automática. Antes de realizar la inversión, se analiza la fiabilidad de las métricas propuestas, evaluando si los indicadores son verificables y consistentes con la

actividad desarrollada. Esta validación forma parte del proceso de análisis previo a la inversión y condiciona, por tanto, la decisión de entrada de LFR en el proyecto.

Sin embargo, el principal desafío no reside tanto en medir el impacto individual de cada empresa como en agregar ese impacto a nivel de cartera. En un fondo 90/10, donde conviven activos cotizados y no cotizados, la dificultad aumenta al determinar cuál es la contribución efectiva del fondo al impacto total generado. La cuestión clave pasa a ser en qué medida la inversión realizada es verdaderamente determinante para que dicho impacto se produzca. Este problema de atribución o adicionalidad resulta especialmente complejo cuando se trata de empresas que cuentan con múltiples fuentes de financiación. En consecuencia, la medición del impacto a nivel de cartera exige no solo recopilar datos, sino también interpretar hasta qué punto el capital invertido ha sido decisivo en la generación del resultado social.

Por su parte, desde la perspectiva macro o pública, la aproximación adquiere un matiz distinto. Ana Puente plantea que “la medición del impacto debe partir de indicadores directos y observables, como el número de beneficiarios alcanzados, al considerar que este tipo de métricas permiten objetivar al máximo posible ese impacto social”, facilitando la evaluación del resultado inmediato de la inversión. No obstante, introduce una reflexión adicional: la inversión en impacto social debería analizarse también desde una lógica de eficiencia del gasto público.

En este sentido, si el Estado decide invertir recursos (procedentes de los impuestos) en estos fondos, resulta razonable analizar no solo el número de beneficiarios directos, sino también los efectos indirectos que dicha inversión puede generar en otras partidas presupuestarias. La inserción laboral de una persona en situación de exclusión, por ejemplo, no solo mejora su bienestar individual, sino que puede reducir la necesidad de determinadas prestaciones sociales y disminuir la utilización de servicios sanitarios o de emergencia. Desde esta óptica, la medición del impacto debería incorporar una especie de balanza entre el coste inicial de la inversión pública y el posible ahorro o distribución de recursos en el conjunto del sistema. Aunque la cuantificación exacta de estos efectos indirectos resulta compleja y en muchos casos aproximada, la inversión social puede entenderse también como una herramienta de optimización del gasto público.

Desde el ámbito asegurador, la visión de UNESPA coincide en señalar que la principal dificultad no reside únicamente en la recopilación de datos, sino en la ausencia de una metodología homogénea y comúnmente aceptada. Según sus representantes, la falta de un estándar único dificulta la comparabilidad entre fondos y genera incertidumbre tanto para inversores como para supervisores. Además, subrayan que los resultados sociales suelen materializarse en el medio o largo plazo, mientras que en el mercado financiero opera con horizontes de evaluación más cortos, lo que introduce una tensión estructural en la valoración del impacto. Así, su planteamiento coincide con LFR en la dificultad de agregación del impacto y con el Tesoro en la complejidad de medir resultados indirectos y diferidos en el tiempo.

### **3.2. La coherencia ESG en el 90% de la cartera**

Otro de los debates relevantes en relación con los fondos 90/10 es si el 90% de la cartera debe integrar criterios ESG o si bastaría con concentrar el impacto exclusivamente en el tramo solidario.

Desde la experiencia práctica de LFR (MAPFRE), la regulación francesa no exige formalmente que el 90% cumpla criterios ESG. Sin embargo, se subraya que, desde una perspectiva de coherencia estructural, resultaría difícilmente defendible que un fondo destine un 10% a impacto social mientras el resto de la cartera estuviera invertido en actividades potencialmente controvertidas, como la industria del tabaco, la fabricación de armamento, la extracción intensiva de combustibles fósiles o empresas con prácticas laborales cuestionables. Aunque la normativa no lo prohíba expresamente, una configuración de este tipo generaría una contradicción interna que podría afectar a la credibilidad del producto frente a inversores y supervisores.

En este sentido, la coherencia no se plantea únicamente en términos éticos, sino también estratégicos. Si el objetivo del fondo es atraer a inversores sensibilizados con el impacto social, resulta lógico que la totalidad de la cartera mantenga, al menos, unos estándares mínimos de sostenibilidad o exclusión sectorial. De lo contrario, el producto podría percibirse como incoherente o incluso como una estrategia de *impact washing*, donde el componente solidario actúa únicamente como elemento reputacional.

Además, según MAPFRE, la integración de información no financiera en el análisis de inversiones permite evaluar mejor determinados riesgos (regulatorios, reputacionales, medioambientales o de gobernanza), que no siempre se reflejan de forma inmediata en los estados financieros. En palabras del propio Matellán, “la información no financiera debe formar parte del proceso de inversión porque permite conocer con mayor precisión dónde se está invirtiendo”. En consecuencia, la consideración de criterios ESG no solo responde a una lógica de valores, sino que puede contribuir a una gestión más completa del riesgo y, potencialmente, a una mayor resiliencia de la cartera a largo plazo.

Por su parte, desde SpainNAB se adopta una posición más exigente en términos de coherencia y credibilidad del producto. Se señala que “un fondo que destine únicamente un 10% a impacto social, pero no incorpore políticas claras en el 90% restante, difícilmente podría considerarse sostenible de forma creíble en el marco del SFDR”. Aunque la normativa europea no establece expresamente que la totalidad de la cartera deba cumplir criterios ESG para que exista un tramo de impacto, la lógica de mercado y la interpretación práctica de los artículos 8 y 9 exigen una consistencia interna. En ausencia de dicha coherencia, el riesgo no sería tanto jurídico como reputacional, ya que el producto podría percibirse como una estrategia de *greenwashing*. No obstante, UNESPA advierte que la aplicación de exclusiones excesivamente rígidas puede limitar la inversión y dificultar la adecuada diversificación de la cartera, con posibles implicaciones en términos de rentabilidad y gestión del riesgo. En este sentido, se subraya que la delimitación de actividades controvertidas no siempre es binaria y puede depender del contexto.

Desde la perspectiva institucional, aunque no se identifica una exigencia normativa explícita, tampoco se plantea que el modelo debe desvincularse de criterios ESG en el tramo mayoritario. En este sentido, el consenso entre los actores entrevistados apunta a que, más allá de la obligación formal, la coherencia entre el 90% y el 10% resulta clave para la credibilidad y viabilidad del producto en el mercado español.

Esta complejidad metodológica se ve agravada por la ausencia de una taxonomía social equivalente a la desarrollada en el ámbito medioambiental. Mientras que la taxonomía climática europea permite identificar con precisión qué actividades contribuyen a objetivos concretos de mitigación o adaptación, en el ámbito social no existe un marco

igualmente detallado y cuantificable. Tal y como se recoge en el Libro Verde de las Finanzas Sostenibles en España, el componente social forma parte esencial del concepto de sostenibilidad, pero su delimitación presenta mayores dificultades técnicas y conceptuales. La definición de los objetivos sociales, su alcance y los indicadores adecuados para medirlos presentan un grado superior de subjetividad y variabilidad contextual. Esta falta de estandarización dificulta la comparación entre fondos, complica la agregación de resultados a nivel de mercado y refuerza la necesidad de que cada gestora desarrolle metodologías propias.

### **3.3. Barreras para la implantación de los fondos 90/10 en España**

Las entrevistas realizadas permiten identificar distintas barreras que afectan a la implantación de los fondos 90/10. Estas no son exclusivamente normativas, sino que responden a factores comerciales, culturales y estructurales.

#### *3.3.1. Barrera regulatoria: inexistencia de impedimento jurídico, pero ausencia de incentivos*

En relación con el marco normativo, Ana Puente señala de forma clara que no existe un impedimento jurídico específico que impida la creación de fondos 90/10 en España. El marco regulatorio español de fondos de inversión ofrece suficiente flexibilidad para estructurar este tipo de vehículos, ya sea a través de fondos abiertos, fondos libres o estructuras de capital riesgo.

En este sentido, la barrera no sería normativa, sino de política económica o incentivo. Según su análisis, el elemento que podría facilitar el desarrollo de estos productos no sería una reforma jurídica, sino el diseño de instrumentos complementarios, como incentivos fiscales o coinversión pública. Por tanto, desde el punto de vista estrictamente regulatorio, la implantación del modelo en España resulta viable.

### 3.3.2. Barreras de demanda: perfil del inversor minorista

La visión de LFR introduce una barrera de carácter estructural vinculada a la demanda. Según su experiencia práctica, “el cliente minorista español muestra un interés limitado por los productos de impacto”. La inversión suele percibirse como un instrumento de preservación y crecimiento del patrimonio, mientras que la dimensión social o medioambiental se sitúa en un plano secundario.

Matellán subraya que el inversor minorista medio no suele dedicar tiempo ni recursos a analizar en profundidad el destino final de su capital ni a evaluar la metodología de medición del impacto social. En su experiencia, la decisión de inversión del pequeño ahorrador responde principalmente a criterios de rentabilidad esperada, preservación del capital y confianza en la entidad distribuidora, más que a un análisis detallado del impacto generado por la cartera. A ello se suma una percepción extendida de que los fondos sostenibles pueden implicar “un sacrificio en términos de rentabilidad o una mayor complejidad técnica”. Esta combinación de falta de tiempo, menor especialización financiera y cierta desconfianza hacia estos productos percibidos como “diferentes” dificulta la adopción masiva del modelo 90/10 en el segmento minorista español.

En contraste, tanto Matellán como Puente consideran que el modelo podría encontrar un encaje más natural en segmentos más sofisticados del mercado, como *family offices* o fondos de pensiones. Estos perfiles cuentan con mayor capacidad de análisis, estructuras internas de evaluación y, en muchos casos, un deseo explícito de integración de criterios ESG o de impacto en su política de inversión. Además, suelen manejar horizontes temporales más largos y tolerancias al riesgo más amplias, lo que facilita la incorporación de un tramo menos líquido o más orientado al impacto dentro de la cartera global. En este contexto, el fondo 90/10 no se percibe como una anomalía, sino como una herramienta estratégica coherente con una política de inversión alineada con objetivos financieros y sociales.

Sin embargo, desde UNESPA no se identifica a los planes de pensiones tradicionales como el canal más evidente, lo que resulta sorprendente si se tiene en cuenta que en Francia este tipo de producto ha tenido éxito precisamente en el ámbito del ahorro

previsional. La razón principal radica en la fuerte orientación del ahorro asegurador hacia productos garantizados y carteras predominantemente invertidas en renta fija para cubrir compromisos de largo plazo. En cambio, se señala que el encaje podría ser en productos *unit linked*, instrumentos aseguradores en los que el ahorro se vincula a fondos o activos de inversión y cuya rentabilidad depende de su evolución en el mercado, siendo el tomador quien asume el riesgo financiero. Al no garantizar una rentabilidad mínima (aunque sí incluyen una cobertura por fallecimiento), estos vehículos permiten mayor flexibilidad en la asignación de activos y podrían integrar con mayor facilidad un tramo de impacto (BBVA, s.f.).

### 3.3.3. Barrera comercial: el papel de la alta dirección y la red de distribución

Desde la opinión de Mercedes Valcárcel y María José Gálvez, la barrera no reside únicamente en el cliente final, sino en la estructura de decisión dentro de las entidades financieras. Según su análisis, el éxito de un producto de estas características depende en gran medida de que la alta dirección de bancos y gestoras lo considere estratégico. En la práctica, el cliente minorista adquiere en gran medida los productos que le son ofrecidos y explicados por su entidad financiera. Tal y como precisa SpainNAB, “si el producto no forma parte de la oferta prioritaria o no existe una apuesta clara por parte de la dirección, difícilmente será promovido” por la red comercial. Por tanto, la viabilidad del fondo 90/10 estaría condicionada no solo por la demanda espontánea, sino por el grado de alineación estratégica dentro de las entidades distribuidoras.

Ambas también señalan que el temor al riesgo y la percepción de menor rentabilidad pueden actuar como freno adicional, especialmente en un contexto donde el inversor español mantiene un perfil conservador.

### 3.4. La experiencia francesa como modelo de referencia: el caso de LFR

La Financière Responsable (LFR) es una gestora de activos con sede en París, fundada en 2007 y autorizada por la *Autorité des Marchés Financiers*, especializada en inversión socialmente responsable y reconocida por su metodología propia de integración ESG. Desde 2017 mantiene una relación estratégica con el grupo asegurador MAPFRE, que en

2025 elevó su control hasta el 97,5% del capital con el objetivo de reforzar su presencia en el mercado europeo de inversión sostenible y de impacto (Mapfre, 2025; Escudero, 2025). Esta integración ha permitido combinar la especialización técnica de LFR en ISR/ESG con la capacidad financiera y de distribución internacional de MAPFRE Asset Management. Actualmente, LFR gestiona aproximadamente 600 millones de euros en activos, una cifra modesta en comparación con el volumen total del grupo MAPFRE (en torno a 60.000 millones), pero significativa en el ámbito de la inversión de impacto en Europa.

De los tres fondos ofrecidos por LFR, el *LFR Actions Solidaires ISR* constituye jurídicamente un fondo 90/10, operando en la práctica bajo una estructura 85/15. Este fondo destina al menos un 85% de su activo neto a acciones de empresas cotizadas principalmente en la UE, seleccionadas conforme a criterios de sostenibilidad y rendimiento financiero, mientras que entre un 5,1% y un 15% en títulos no cotizados emitidos por empresas de la *économie sociale et solidaire* (ESS), es decir, entidades con finalidad social y reconocimiento bajo el Código de Trabajo francés (La Financière Responsable, s.f.). Esta ampliación hasta el 15% responde a la *Loi Attractivité* de 2024, que elevó el límite máximo de inversión no cotizada sin alterar la naturaleza jurídica del modelo 90/10.

Este fondo está clasificado como Artículo 9 del SFDR, lo que implica que su estrategia apunta explícitamente a inversiones sostenibles según la normativa europea, y se beneficia del *Label ISR*, que certifica el cumplimiento de criterios de inversión socialmente responsable, y el *Label Finansol*, que garantiza que el fondo destina parte de sus recursos a actividades sociales auditadas anualmente por FAIR (*Financer Accompagner Impacter Rassembler*).

Tal y como señala Alberto Matellán, la existencia y funcionamiento de este fondo demuestra que el modelo híbrido puede operar de manera estable cuando se inserta en un ecosistema institucional consolidado. Según explica, el producto se integra principalmente en planes de ahorro salarial franceses, lo que garantiza una base de inversores relativamente estable y una demanda estructural, reduciendo la volatilidad comercial que podría ocurrir en otros mercados. Asimismo, subraya que la clasificación como Artículo 9 implica un proceso de análisis y auditoría exigente, especialmente en

Francia, donde los mecanismos de certificación y supervisión son particularmente rigurosos. En este sentido, el caso de LFR no solo confirma que el diseño 85/15 (equivalente al 90/10) es jurídicamente viable, sino que puede consolidarse en el mercado cuando existe un entorno institucional y comercial adecuado.

### **3.5. Marco regulatorio europeo: reforma del SFDR y su impacto en los fondos 90/10**

Tal y como se ha expuesto en el capítulo anterior, el SFDR nació como un instrumento de transparencia destinado a armonizar la divulgación de información sobre sostenibilidad en el sector financiero. Sin embargo, el 20 de noviembre de 2025 la Comisión Europea presentó una propuesta de reforma profunda del Reglamento, con el objetivo declarado de simplificar el marco actual, reforzar la protección del inversor y combatir de forma más eficaz el *greenwashing* (Comisión Europea, 2025, p.1).

El núcleo de la propuesta consiste en abandonar la actual lógica de productos “artículo 8” y “artículo 9” para introducir tres categorías voluntarias con criterios mínimos comunes: productos “sostenibles”, productos de “transición” y productos “ESG básicos”. Cada categoría deberá cumplir un umbral mínimo del 70% de inversiones alineadas con la estrategia declarada, además de aplicar exclusiones específicas y divulgar indicadores que permitan medir el cumplimiento de su objetivo. La reforma también suprimirá las divulgaciones a nivel de entidad para evitar duplicidades con la información exigida por la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (Directiva 2022/2464), se acortan de forma significativa las plantillas de producto y se deroga el Reglamento Delegado (UE) 2022/1288. En paralelo, se elimina la definición actual de “inversión sostenible”, que había sido fuente constante de incertidumbre interpretativa (Cuatrecasas, 2025, pp. 2-3; Bryden *et al.*, 2025).

Para los fondos 90/10, esta reforma resulta especialmente relevante. En el marco actual, su clasificación depende de la interpretación de los artículos 8 o 9 y de la coherencia global de la estrategia. Con la nueva propuesta, la cuestión pasará a ser si el conjunto del producto puede encuadrarse en la categoría “sostenible” o “transición”, cumpliendo el umbral del 70% y las exclusiones exigidas. Esto refuerza la importancia de la coherencia

entre el 90% de la cartera y el 10% de impacto, ya que el fondo deberá justificar de manera clara cuál es su objetivo predominante y cómo se mide.

En las entrevistas realizadas, tanto Mercedes Valcárcel como Alberto Matellán mostraron una preocupación clara respecto a la nueva reforma del SFDR. Desde la opinión de SpainNAB, uno de los problemas que ha tenido el marco actual ha sido precisamente la “utilización de las categorías como herramientas comerciales más que como verdaderos compromisos de inversión”. En este sentido, el temor no reside tanto en la existencia de nuevas categorías sino en que determinados productos puedan presentarse como “ESG” o “sostenibles”, sin que exista una integración sustantiva del impacto en su estrategia. Por tanto, para Mercedes el reto será garantizar que la nueva regulación eleve la credibilidad del mercado.

En una línea próxima, aunque con un enfoque más técnico, Alberto Matellán comparte la preocupación por la reforma del SFDR, pero subraya especialmente “la dificultad de evaluar de forma homogénea realidades que, especialmente en el ámbito social, son complejas y difícilmente estandarizables”. Matellán subraya que muchas de las categorías del SFDR pretenden medir aspectos que no siempre son plenamente objetivables, a diferencia de la dimensión medioambiental, donde existen métricas más consolidadas y comparables. Además, plantea la duda de hasta qué punto los supervisores nacionales disponen de medios suficientes para verificar el cumplimiento de las nuevas categorías.

Desde su perspectiva, la estandarización excesiva en el ámbito social puede generar más confusión que claridad, dado que cuestiones como la inclusión, la discapacidad o la igualdad representan definiciones y criterios variables entre países y sectores. En su opinión, la mejor forma de demostrar el impacto social no es únicamente mediante una etiqueta regulatoria, sino a través de la transparencia, el diálogo con inversores y la explicación detallada de la estrategia. No obstante, reconoce que este modelo exige tiempo y recursos, y que el inversor minorista rara vez profundiza en este nivel de análisis.

Por el contrario, Ana Puente considera que el nuevo Reglamento responde precisamente a la necesidad de mejorar la comparabilidad entre productos y reducir la confusión generada por el uso heterogéneo de las categorías actuales. En este sentido, la reforma no se concibe como un endurecimiento arbitrario, sino como un ajuste técnico destinado a

proteger al inversor y fortalecer la credibilidad del mercado europeo de finanzas sostenibles.

### **3.6. El papel del Estado y de la inversión pública en el desarrollo de los fondos 90/10**

Uno de los elementos clave para analizar la viabilidad de los fondos 90/10 en España es el papel del Estado como agente catalizador del mercado de inversión de impacto. Desde la perspectiva de la Dirección General del Tesoro, el sector público no se concibe como promotor directo de estos productos, sino como un inversor estratégico capaz de movilizar capital privado hacia proyectos con impacto social mediante la asunción de riesgos que el sector privado difícilmente asumiría.

Esta lógica se materializa en la actuación del Estado a través de la Compañía Española de Financiación del Desarrollo (COFIDES), entidad pública que opera como instrumento financiero para apoyar inversiones con impacto económico, social y medioambiental. En los últimos años, COFIDES ha reforzado su papel en este ámbito mediante la gestión del Fondo de Impacto Social, dotado con más de 400 millones de euros procedentes del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia. Este tiene como objetivo apoyar la inversión de impacto en España respondiendo a retos sociales y medioambientales, y atraer recursos privados (COFIDES, s.f.).

La experiencia de COFIDES manifiesta una diferencia estructural entre la lógica pública y la lógica privada en la financiación de impacto. Mientras los inversores privados buscan equilibrar rentabilidad e impacto, el Estado puede asumir pérdidas parciales si ello contribuye a objetivos sociales prioritarios. Como precisa Puente, este tipo de actuaciones pueden justificarse porque “suponen un ahorro de recursos públicos que pueden destinarse a otras inversiones”. Esta capacidad para actuar como inversor paciente convierte al sector público en un actor adecuado para intervenir en los tramos de mayor riesgo o menor rentabilidad.

Aplicado al modelo de los fondos 90/10, este enfoque sugiere que el Estado podría participar en el tramo solidario mediante coinversión pública, asumiendo parte del riesgo

inicial, reduciendo la exposición del resto de inversores y mejorando el perfil riesgo-retorno del producto. Este respaldo público, “siempre que se produzca tras un proceso previo de análisis riguroso y evaluación detallada de los proyectos financiados”, actúa como una señal de confianza institucional que puede facilitar la entrada de capital privado.

Asimismo, según Ana Puente, la introducción de incentivos fiscales podría reforzar el atractivo de estos vehículos. Dado que los fondos 90/10 combinan rentabilidad financiera con un objetivo social explícito, dichos incentivos podrían compensar parcialmente la menor rentabilidad esperada y favorecer la canalización del ahorro privado hacia estos vehículos. Desde este punto de vista, la fiscalidad se configura como una herramienta de política pública especialmente eficaz para promover este tipo de inversiones sin necesidad de que el Estado intervenga directamente en la gestión del producto.

Además, como señala Puente, “la inversión pública a través de instrumentos financieros gestionados por COFIDES presenta un valor añadido frente a otras formas de intervención pública más tradicionales, como son las subvenciones tradicionales”. Mientras que estas últimas suponen una transferencia de recursos sin reintegro financiero, la inversión pública permite combinar el apoyo a objetivos sociales con la recuperación total o parcial de los recursos invertidos.

Desde UNESPA se considera que los incentivos fiscales podrían dinamizar la inversión de impacto si se articulan en esquemas híbridos de colaboración público-privado. No obstante, advierten que el contexto presupuestario puede limitar incentivos generalizados, por lo que debería orientarse a proyectos concretos y medibles.

En consecuencia, el papel del Estado como inversor y facilitador puede contribuir a la viabilidad de los fondos 90/10 en España, reduciendo el riesgo para el inversor minorista y favoreciendo la consecución de objetivos sociales mediante instrumentos de inversión y no únicamente de gasto público.

### **3.7. Contexto geopolítico y sostenibilidad financiera**

El contexto geopolítico internacional introduce un elemento adicional de incertidumbre en la posible implantación de instrumentos como los fondos 90/10. En Estados Unidos, el regreso de la Administración Trump ha venido acompañado de una revisión crítica de las políticas vinculadas a criterios ESG, incluyendo la decisión de retirar la regla que permitía a los fondos de pensiones integrar factores ambientales, sociales y de gobernanza en sus decisiones de inversión (Thomasson, 2025). Este giro político refleja una corriente más amplia de escepticismo hacia la inversión sostenible en determinados sectores de la potencia americana, donde se argumenta que los criterios ESG podrían comprometer la rentabilidad financiera (Boyapati, 2025).

Sin embargo, el contexto europeo, presenta una orientación distinta. Tal y como señaló Ana Puente, en España la política climática y la canalización de financiación hacia la transición energética continúan siendo una prioridad estratégica. Más allá del componente ideológico, la elevada exposición del país a fenómenos climáticos extremos (sequías prolongadas, incendios forestales o inundaciones) están generando impactos económicos directos sobre sectores clave como la agricultura, el turismo o la energía. Además, “España mantiene una apuesta clara por las energías renovables y por reforzar la capacidad de empresas y sectores económicos para adaptarse a los riesgos del cambio climático”. En esta línea, el Banco Central Europeo continúa incorporando el riesgo climático en su supervisión bancaria mediante la realización de tests de estrés climáticos (European Central Bank, 2025).

## 4. CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

### 4.1. Conclusiones

El objetivo principal de este trabajo ha sido analizar la viabilidad de los fondos de inversión 90/10 en España desde una perspectiva regulatoria, económica e institucional. A partir de la revisión de la literatura, el análisis comparado con la experiencia francesa y las entrevistas realizadas a expertos del sector financiero, los resultados apuntan a que no existe un impedimento jurídico específico que impida su creación. No obstante, su implantación efectiva depende de determinadas condiciones de mercado, como incentivos públicos, herramientas adecuadas para medir el impacto y una mayor implicación de las entidades financieras en la comercialización de estos productos.

El análisis muestra que el éxito de este modelo en Francia se explica en gran medida por un ecosistema institucional favorable, donde los fondos solidarios se integran en planes de ahorro salarial y cuentan con certificaciones específicas. En España, en cambio, su desarrollo probablemente sería más gradual y podría comenzar en segmentos concretos del mercado, como *family offices*, fondos de pensiones o productos *unit linked*, más que en el inversor minorista.

En este contexto, el sector público podría desempeñar un papel relevante mediante instrumentos de coinversión, como los impulsados por COFIDES o el Fondo de Impacto Social, contribuyendo a mejorar el equilibrio entre riesgo y rentabilidad del tramo solidario y a movilizar capital privado hacia proyectos con impacto. Por último, para preservar la credibilidad del producto, se concluye que el tramo mayoritario de la cartera debe incorporar criterios ESG o de ISR, garantizando la coherencia entre el 90% financiero y el 10% destinado a impacto.

En definitiva, aunque la implantación de los fondos 90/10 en España no parece inmediata, sí existe margen para su desarrollo si se dan las condiciones adecuadas dentro de un ecosistema financiero e institucional que impulse la inversión de impacto.

## 4.2. Limitaciones del estudio y futuras líneas de investigación

Una de las principales limitaciones de este estudio se relaciona con la reciente propuesta de reforma del Reglamento SFDR, conocida de manera informal como SFDR 2.0. Esta iniciativa fue presentada por la Comisión Europea durante el desarrollo de este trabajo, por lo que no ha podido analizarse en profundidad. Además, al tratarse todavía de una propuesta regulatoria en fase de debate y aprobación, su contenido definitivo y aplicación práctica en el mercado financiero siguen siendo inciertos. Por este motivo, el análisis realizado en este trabajo se basa en el marco regulatorio vigente en el momento de la investigación, mientras que los posibles efectos del SFDR 2.0 sobre los fondos 90/10 deberá ser objeto de futuras investigaciones.

Asimismo, una posible futura línea de investigación consiste en analizar el desarrollo de fondos 90/10 alineados con los principios de la Doctrina Social de la Iglesia. En los últimos años han surgido iniciativas que tratan de combinar la inversión financiera con criterios éticos católicos, como las impulsadas por la firma española Portocolom, especializada en asesoramiento patrimonial conforme a estos principios. Este enfoque encuentra respaldo en el documento *Mensuram Bonam*, publicado por la Pontificia Academia de Ciencias Sociales, que propone orientar las inversiones de instituciones católicas hacia el bien común y el impacto social. En este contexto, podría explorarse la viabilidad de fondos 90/10 dirigidos a inversiones institucionales católicas, como diócesis, fundaciones o universidades vinculadas a la Iglesia, entre ellas la propia Universidad Pontificia de Comillas, destinando su tramo de impacto a proyectos sociales alineados con estos valores.

Por último, otra posible línea de análisis sería estudiar la aplicación del modelo a estrategias de inversión temática de impacto, como el *Gender Lens Impact Investing* o el *Children's Lens Investing*. Estos enfoques buscan canalizar capital hacia proyectos que promuevan la igualdad de género, el acceso de las mujeres a oportunidades económicas o el bienestar y desarrollo de la infancia. En este sentido, futuras investigaciones podrían examinar si la estructura de los fondos 90/10 podría adaptarse para financiar iniciativas centradas en estos objetivos sociales concretos, ampliando así las posibilidades de la inversión de impacto en el contexto europeo.

## 5. DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA EN TRABAJOS FIN DE GRADO

**ADVERTENCIA:** Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Lucía Pérez Vaquer, estudiante de Derecho y Administración y Dirección de Empresas de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado “La viabilidad de los fondos de inversión 90/10 en España” declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
3. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
4. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
5. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

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

Fecha: 25 de marzo de 2026

Firma:



## 6. BIBLIOGRAFÍA

### 6.1. Referencias

- Arrillaga-Andreessen, L., y Chang, V. (2007). *Blended Value*. (Case SI-76). Stanford Graduate School of Business. Disponible en <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/case-studies/blended-value>
- Atz, U., Van Holt, T., Zoe, Z. y Bruno, C. (2022). Does Sustainability Generate Better Financial Performance? Review, Meta-analysis, and Propositions. *Journal of Sustainable Finance and Investment*. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3708495>
- BBVA. (s.f.). *¿Qué son los unit linked?* Disponible en <https://www.bbva.com/es/que-son-los-unit-linked/> ; última consulta 20/02/2026.
- Bryden, D., Overland, E. y Kreft, T. (2025, 9 de diciembre). *SFDR Simplified – European Commission proposes a revised Sustainable Finance Disclosure Regulation*. Freshfields Sustainability. Disponible en <https://sustainability.freshfields.com/post/1021x51/sfdr-simplified-european-commission-proposes-a-revised-sustainable-finance-disc> ; última consulta 20/02/2026.
- Boyapati, M. (2025, 10 de enero). The future of ESG: Under the Trump Administration. *Michigan Journal of Economics*. Disponible en <https://sites.lsa.umich.edu/mje/2025/01/10/the-future-of-esg-under-the-trump-administration/> ; última consulta 28/02/2026.
- Casasnovas, G., Picardo, T. y González, M. (2023). *La oferta de capital de impacto en España en 2022*. SpainNAB. Disponible en [https://spainnab.org/wp-content/uploads/2023/09/AAFF\\_Informe-SpaiNAB\\_Oferta-Capital-Impacto-Epana\\_v9.pdf](https://spainnab.org/wp-content/uploads/2023/09/AAFF_Informe-SpaiNAB_Oferta-Capital-Impacto-Epana_v9.pdf)
- Casasnovas, G., Picardo, T., Monill, H. y González, M. (2024). *La oferta de capital de impacto en España en 2023*. SpainNAB. Disponible en [https://spainnab.org/wp-content/uploads/2024/10/Informe-SpainNAB\\_Oferta\\_Capital\\_Impacto\\_Espana\\_2023.pdf](https://spainnab.org/wp-content/uploads/2024/10/Informe-SpainNAB_Oferta_Capital_Impacto_Espana_2023.pdf)
- Castañeda, A. (2023). *La inversión sostenible y responsable en España: Estudio de mercado 2023*. Spainsif. Disponible en [https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2023/10/Estudio\\_de\\_Mercado\\_2023\\_Spainsif.pdf](https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2023/10/Estudio_de_Mercado_2023_Spainsif.pdf)

- COFIDES. (s.f.). *Fondo de Impacto Social (FIS)*. Compañía Española de Financiación del Desarrollo. Recuperado de <https://www.cofides.es/financiacion/instrumentos-financieros/fondo-impacto-social-fis> ; última consulta 28/02/2026.
- Cuatrecasas. (2025). *SFDR 2.0: Hacia una mayor claridad*. Servicios Financieros. Disponible en <https://www.cuatrecasas.com/resources/sfdr-2-692ed67e02292841283408.pdf?v1.94.0.20251119>; última consulta 28/02/2026.
- Devin, P. (2025). *The Financial Performance of Solidarity-based Investment Funds*. HAL Open Science. Disponible en <https://www.finance-fair.org/sites/default/files/2025-06/The%20Financial%20Performance%20of%20Solidarity%20based%20Investment%20Funds.pdf>
- Disabato, M. y Ng, K. N. (2021). *The SFDR's Articles 8 and 9: The Funds Behind the Labels*. MSCI ESG Research LLC. Disponible en <https://www.msci.com/documents/10199/a5471d75-de16-c7ab-a6e0-d12c81fcb1a1>
- Escudero, R. (2025, 5 de diciembre). Mapfre escala hasta el 97,5% de La Financière Responsable y redobla su apuesta por la inversión de impacto social. *El Español*. Disponible en [https://www.elespanol.com/invertia/mis-finanzas/fondos-de-inversion/20251205/mapfre-escala-financiere-responsable-redobla-apuesta-inversion-impacto-social/1003744043502\\_0.html](https://www.elespanol.com/invertia/mis-finanzas/fondos-de-inversion/20251205/mapfre-escala-financiere-responsable-redobla-apuesta-inversion-impacto-social/1003744043502_0.html) ; última consulta 20/02/2026.
- European Central Bank. (2025). *2025 stress test of euro area banks. Final results*. Disponible en [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.Report\\_2025\\_Stress\\_Test\\_202508.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.Report_2025_Stress_Test_202508.en.pdf) ; última consulta 28/02/2026.
- EVPA. (2017). *The 90/10 Solidarity Funds*. European Commission. Disponible en [https://www.impacteurope.net/sites/www.evpa.ngo/files/publications/EVPA\\_National\\_Policy\\_Nexus\\_2017\\_FR\\_90-10\\_solidarity\\_funds.pdf](https://www.impacteurope.net/sites/www.evpa.ngo/files/publications/EVPA_National_Policy_Nexus_2017_FR_90-10_solidarity_funds.pdf)
- Friede, G., Busch, T. y Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233, DOI: <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Fourrier, F. (2019). *Study on '90/10' Funds*. Finansol. Disponible en <https://www.finance-fair.org/sites/default/files/2022-05/FAIR-study-on-9010-2019.pdf>

- GIIN. (2025, 24 de enero). What you need to know about impact investing. Disponible en <https://thegiin.org/publication/post/about-impact-investing/#what-is-impact-investing> ; última consulta 12/10/2025.
- Hahnkamper-Vandenbulcke, N. y Takitzi, E. (2025). *Review of Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in financial services*. European Parliamentary Research Service, EPRS. Disponible en [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2025/774660/EPRS\\_BRI\(2025\)774660\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2025/774660/EPRS_BRI(2025)774660_EN.pdf)
- Henriques, A., y Richardson, J. (Eds.). (2004). *The Triple Bottom Line: Does it All Add Up? Assessing the Sustainability of Business and CSR*. Earthscan.
- Higgins, K. (2024, 2 de diciembre). Europe's private market impact investment reaches record €190bn. *Impact Investor*. Disponible en <https://impact-investor.com/europes-private-market-impact-investment-reaches-record-e190bn/> ; última consulta 12/10/2025.
- La Financière Responsable (s.f.). *Fonds solidaire: LFR Actions Solidaires ISR*. Disponible en <https://www.la-financiere-responsable.fr/lfr-actions-solidaires-isr/> ; última consulta 20/02/2026.
- Mapfre. (2025, 21 de enero). *Mapfre nombra nuevo responsable para dirigir su filial francesa de gestión de activos*. Redacción Mapfre. Disponible en <https://www.mapfre.com/comunicacion/corporativo-comunicacion/mapfre-responsable-lfr/> ; última consulta 20/02/2026.
- Mettgenberg, M. (2023, 6 de septiembre). Policy by the Numbers. *Impact Europe*. Disponible en <https://www.impacteurope.net/insights/policy-numbers> ; última consulta 12/10/2025.
- Ministerio de Economía, Comercio y Empresa. (2024). *Libro verde sobre finanzas sostenibles en España* (Borrador). Gobierno de España. Disponible en [https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/ministerio/participacion\\_publica/audiencia/ficheros/Libro\\_Verde\\_Finanzas\\_Sostenibles.pdf](https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/ministerio/participacion_publica/audiencia/ficheros/Libro_Verde_Finanzas_Sostenibles.pdf)
- OCDE. (2019). *Social Impact Investment 2019: The Impact Imperative for Sustainable Development*. OECD Publishing. DOI: <https://doi.org/10.1787/9789264311299-en>
- OCDE. (2021). *Towards harmonised management and measurement of impact: The experience of development finance institutions*. OECD Publishing. DOI: <https://doi.org/10.1787/6c9891e9-en>

- Sáez, T. y ter Hoeven, R. (2025). The usefulness of the Sustainable Finance Disclosure Regulation – An explorative study into its shortcomings and challenges. *Maandblad Voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 99(1), 1-10. DOI: <https://doi.org/10.5117/mab.99.130094>
- Sibieude, T., Carasco, A., Ploquin, J. C., Verdelhan, S., Avice, J. y Dufreix, M. (2024, 19 de junio). Finance solidaire: le baromètre (édition 2024-2025). *FAIR, La Croix*. Disponible en [https://www.finance-fair.org/sites/default/files/2024-06/Baromètre%20de%20la%20Finance%20solidaire%20%20FAIR%20-%20La%20Croix%202024\\_0.pdf](https://www.finance-fair.org/sites/default/files/2024-06/Baromètre%20de%20la%20Finance%20solidaire%20%20FAIR%20-%20La%20Croix%202024_0.pdf) ; última consulta 19/11/2025.
- Smits, A. J. y Galle, A. (2024). Sustainability and Asset Management: Finally getting down to business? An empirical-legal study on the compliance of the asset managers of Dutch UCITS with the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). *Capital Markets Law Journal*, 19(4), 376-391. DOI: <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmae013>
- SpainNAB, Fundación AltamarCAM, ESADE Center for Social Impact, DLA Piper y Asociación Española de Fundaciones. (2025). *Fundaciones e inversión de impacto. Alineando inversión de impacto y fines fundacionales*. Disponible en [https://dataservices.altamarcam.com/wp-content/uploads/2025/12/AAFF\\_DOC-Fundaciones.pdf](https://dataservices.altamarcam.com/wp-content/uploads/2025/12/AAFF_DOC-Fundaciones.pdf)
- Spainsif. (2021). *La inversión sostenible y responsable en España – Estudio Spainsif 2021*. Disponible en [https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2021/10/Spainsif\\_Estudio\\_Anuual\\_2021.pdf](https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2021/10/Spainsif_Estudio_Anuual_2021.pdf)
- Spainsif. (2018, 21 de diciembre). *Claves de la Taxonomía en finanzas sostenibles*. Disponible en <https://www.spainsif.es/claves-de-la-taxonomia-en-finanzas-sostenibles/> ; última consulta 19/11/2025.
- STOXX. (2025). *SFDR Article 2(17) Sustainable Investment Methodology*. Disponible en [https://stox.com/wp-content/uploads/2025/03/STOXX\\_SFDRArticle2\\_17\\_SustainableInvestmentMethodology\\_202501.pdf](https://stox.com/wp-content/uploads/2025/03/STOXX_SFDRArticle2_17_SustainableInvestmentMethodology_202501.pdf)
- Thomasson, E. (2025, 6 de junio). *Trump administration to drop ESG rule for pension funds*. Green Central Banking. Disponible en <https://greencentralbanking.com/2025/06/06/trump-administration-to-drop-esg-rule-for-pension-funds/> ; última consulta 28/02/2026.
- Triodos Bank. (2024, 2 de mayo). ¿Cómo fomentar la inversión sostenible a través de los fondos art. 9 de SFDR? *Revista Triodos*. Disponible en <https://www.revista->

[triodos.com/articulos/2024/fomentar-inversion-sostenible-fondos-art-9-sfdr](https://triodos.com/articulos/2024/fomentar-inversion-sostenible-fondos-art-9-sfdr) ;  
última consulta 19/11/2025.

Naciones Unidas. (2025). *Boosting the contribution of social and solidarity economy entities to sustainable development: A collection of good practices to strengthen their access to finance*. United Nations Task Force on Social and Solidarity Economy. Disponible en <https://unsse.org/wp-content/uploads/2025/09/Boosting-the-contribution-of-SSE-entities-to-sustainable-development-1.pdf>

Vandeloise, V. (2025, 13 de marzo). Foundations for simple, transparent and meaningful SFDR product categories. *Finance Watch*. Disponible en <https://www.finance-watch.org/policy-portal/sustainable-finance/sfdr-product-categories/> ; última consulta 19/11/2025.

## 6.2. Legislación

Asamblea Nacional de Francia. (2001, 19 de febrero). *Loi n° 2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale*, Journal Officiel de la République Française. NOR: ECOX0000121L. Légifrance. Disponible en <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000000770048>

Asamblea Nacional de Francia. (2008, 5 de agosto). *Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie*. Journal Officiel de la République Française. NOR: ECEX0808477L. WIPO Lex. Disponible en [https://wipolex-res.wipo.int/edocs/lexdocs/laws/fr/fr/fr099fr.pdf?last-modified=1553796801&Expires=1773666567&Signature=OVH~4Z3z61fg-f7oKab0stlxAP5hBbykNnxbdf0mkS4EnIjpZJCwu4cojt8qjuo~w8j7UnC23Jq7EClEkPxof~w~xFCvwDq7kj9uAyct-0kSr7WwTonOhPnB8nL-u9LCw3IkTrKkKxvm7MLrCAQ8tR6eRMan458VuHvq0OYGy6CaAZUzS4WJSmYoiedXbjG6nwfhY6McW19EgijuYIJKDyvigNAfXOvvUWG454FCifxKb3PQowvcgqVnkd-7cw2238Fnjgcae3fUy3KQPhXtQKm6RNY2CO4pWJCC6DfhG~F55DNPUvs9WYwigPYxOaW7qvj6C5yyw11~JgEiPDY-w\\_\\_&Key-Pair-Id=K1QGBX7Y6FHYJN](https://wipolex-res.wipo.int/edocs/lexdocs/laws/fr/fr/fr099fr.pdf?last-modified=1553796801&Expires=1773666567&Signature=OVH~4Z3z61fg-f7oKab0stlxAP5hBbykNnxbdf0mkS4EnIjpZJCwu4cojt8qjuo~w8j7UnC23Jq7EClEkPxof~w~xFCvwDq7kj9uAyct-0kSr7WwTonOhPnB8nL-u9LCw3IkTrKkKxvm7MLrCAQ8tR6eRMan458VuHvq0OYGy6CaAZUzS4WJSmYoiedXbjG6nwfhY6McW19EgijuYIJKDyvigNAfXOvvUWG454FCifxKb3PQowvcgqVnkd-7cw2238Fnjgcae3fUy3KQPhXtQKm6RNY2CO4pWJCC6DfhG~F55DNPUvs9WYwigPYxOaW7qvj6C5yyw11~JgEiPDY-w__&Key-Pair-Id=K1QGBX7Y6FHYJN)

Asamblea Nacional de Francia. (2024, 13 de junio). *Loi n° 2024-537 du 13 de juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France*. Journal Officiel de la République Française. NOR: ECOX2407668L. Légifrance. Disponible en <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000049707573>

Comisión Europea. (2022, 6 de abril). *Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 de la Comisión, de 6 de abril de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE)*

*2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo respecto a las normas técnicas de regulación que especifican los pormenores en materia de contenido y presentación que ha de cumplir la información relativa al principio de «no causar un perjuicio significativo», y especifican el contenido, los métodos y la presentación para la información relativa a los indicadores de sostenibilidad y las incidencias adversas en materia de sostenibilidad, así como el contenido y la presentación de información relativa a la promoción de características medioambientales o sociales y de objetivos de inversión sostenible en los documentos precontractuales, en los sitios web y en los informes periódicos.* Diario Oficial de la Unión Europea, L 196/1. EUR-Lex. Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32022R1288#d1e26-1-1>

Comisión Europea (2025, 20 de noviembre). *Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (SFDR), Regulation (EU) No 1286/2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) and repealing Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288* (COM/2025/841 final). Publications Office of the European Union. EUR-Lex. Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52025PC0841>

Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. (2019, 27 de noviembre). *Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.* Diario Oficial de la Unión Europea, L 317/1. EUR-Lex Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/es/ALL/?uri=CELEX:32019R2088>

Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea (2020, 18 de junio). *Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088.* Diario Oficial de la Unión Europea, L 198/13. EUR-Lex. Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32020R0852>

Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea (2022, 14 de diciembre). *Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican el Reglamento (UE) n.º. 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas.* Diario Oficial de la Unión Europea, L 322/15. EUR-Lex- Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464>

### 6.3. Otros materiales consultados

- Abay analistas. (2025). *El papel de la financiación de impacto en la economía social en España*. SpainNAB. Disponible en [https://spainnab.org/wp-content/uploads/2025/09/AAFF\\_DOC-Informe-Papel-Financiacion-SpainNab-v6.pdf](https://spainnab.org/wp-content/uploads/2025/09/AAFF_DOC-Informe-Papel-Financiacion-SpainNab-v6.pdf)
- Academia Pontificia de las Ciencias Sociales. (2022). “*Mensuram Bonam*”. *Faith-Based Measures for Catholic Investors: A starting Point and Call to Action*. Disponible en [https://www.pass.va/content/dam/casinapioiv/pass/pdf-volumi/other-publications/mb\\_eng\\_final\\_14\\_11\\_22.pdf](https://www.pass.va/content/dam/casinapioiv/pass/pdf-volumi/other-publications/mb_eng_final_14_11_22.pdf) ; última consulta 04/03/2026.
- Bastante, J. (2023, 24 de mayo). Inversiones ‘en católico’: una guía, desde la fe, con criterios éticos y responsables. *Religión Digital*. Disponible en [https://www.religiondigital.org/mundo/Mensuram-Bonam-portocolom-inversiones-eticas-criterios-ods-dsi-doctrina-social-iglesia\\_0\\_2562943691.html](https://www.religiondigital.org/mundo/Mensuram-Bonam-portocolom-inversiones-eticas-criterios-ods-dsi-doctrina-social-iglesia_0_2562943691.html) ; última consulta 04/03/2026.
- Bernardi, A., Berranger, C., Mannella, A., Monni, S. y Realini, A. (2022). Sustainable but Not Spontaneous: Co-Operatives and the Solidarity Funds in Italy. *Sustainability*, 14(8), 4516. DOI: <https://doi.org/10.3390/su14084516>
- Boiardi, P. y Stout, E. (2021). *Towards harmonised management and measurement of impact: The experience of development finance institutions*. OECD Publishing. DOI: <https://doi.org/10.1787/6c9891e9-en>
- Castañeda, A. (2024). *La inversión sostenible y responsable en España: Estudio de mercado*. Spainsif. Disponible en [https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2024/10/Estudio\\_Anuual\\_Spainsif\\_2024.pdf](https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2024/10/Estudio_Anuual_Spainsif_2024.pdf)
- Comisión Europea. (2025, 20 de noviembre). *Commission simplifies transparency rules for sustainable financial products* [Comunicado de prensa]. IP/25/2736. Disponible en [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/en/ip\\_25\\_2736/IP\\_25\\_2736\\_EN.pdf](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/en/ip_25_2736/IP_25_2736_EN.pdf)
- COFIDES. (2023, 7 de junio). *El Consejo de Ministros aprueba la creación de dos nuevos fondos públicos, FOCO y FIS, que serán gestionados por COFIDES*. Compañía Española de Financiación del Desarrollo. Disponible en <https://www.cofides.es/noticias/notas-de-prensa/consejo-ministros-aprueba-creacion-dos-nuevos-fondos-publicos-foco-fis> ; última consulta 28/02/2026.
- COFIDES. (2024, 25 de junio). *El Consejo de Ministros aprueba la creación del Fondo de Impacto Social (FIS)*. Compañía Española de Financiación del Desarrollo.

Disponible en <https://www.cofides.es/noticias/notas-de-prensa/consejo-ministros-aprueba-creacion-fondo-impacto-social-fis> ; última consulta 28/02/2026.

Ellison, P., Stadler-Tjan, M., Marcel, L., Deller, R. y Jones, J. (2025, 20 de noviembre). *SFDR 2:0. An overview of the proposed changes*. Clifford Chance. Disponible en <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2025/11/sfdr-2.0-an-overview-of-the-proposed-changes.pdf> ; última consulta 20/02/2026.

Esade Center for Social Impact. (s.f.). *Gender lens investing*. Disponible en <https://www.esade.edu/faculty-research/en/esade-center-social-impact/gender-lens-investing> ; última consulta 04/03/2026.

Esperanza, D. (2025, 23 de enero). Portocolom, la firma que asesora el patrimonio de la Iglesia. *Expansión*. Disponible en <https://www.expansion.com/mercados/fondos/2025/01/23/67923876468aeb9c558b45b8.html> ; última consulta 04/03/2026.

Fabregat, L. (2017). *El comportamiento de los fondos de inversión en España: un análisis de los factores de supervivencia* [Tesis doctoral, Universitat Rovira i Virgili]. TDX. Disponible en <https://tdx.cat/bitstream/handle/10803/586281/TESI.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Fernández, P. y Fernández, J. (2023). *Rentabilidad de los fondos de inversión en España. 2007-2022*. IESE Business School Working Paper No. 4343705. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4343705>

Fernández, P., Fernández, L. y Fernández, J. (2025). *Rentabilidad de los fondos de inversión en España. 2009-2024*. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5162389>

Funds Society. (2019, 20 de diciembre). *Mapfre AM y La Financière Responsable lanzan en Europa el primer fondo de inclusión de personas con discapacidad*. Disponible en <https://www.fundssociety.com/es/noticias/negocio/mapfre-am-y-la-financiere-responsable-lanzan-en-europa-el-primer-fondo-de-inclusion-de-personas-con-discapacidad/> ; última consulta 20/02/2026.

García-Vaquero, V. (1992). *Los fondos de inversión en España* (Documento de Trabajo nº 9202). Banco de España, Servicio de Estudios. Disponible en [https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosTrabajo/92/Fich/dt\\_9202.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosTrabajo/92/Fich/dt_9202.pdf)

- Gerhards, J., Lengfeld, H., Ignácz, Z. S., Kley, F. K. y Priem, M. (2018). *How strong is European solidarity?* (BSSE Working Paper No. 37). Freie Universität Berlin, Institut für Soziologie. Disponible en <https://d-nb.info/1191667499/34>
- Impact Europe. (2024). *The size of Impact. Main takeaways from the European impact investing market sizing exercise.* Disponible en <https://spainnab.org/wp-content/uploads/2024/12/The-Size-of-Impact.pdf>
- Loveridge, D. (2019) *How to use Impact Management Project's 5 dimensions of impact with the DCED Standard.* Donor Committee for Enterprise Development. Disponible en <https://www.enterprise-development.org/wp-content/uploads/RM-Brief-IMP-Standard.pdf>
- OCDE. (2015). *Social Impact Investment: Building the Evidence Base.* OECD Publishing. DOI: <https://doi.org/10.1787/9789264233430-en>
- ONU Mujeres. (2021). *Inversiones de impacto con enfoque de género y financiamiento innovador: Documento de política.* Disponible en <https://lac.unwomen.org/sites/default/files/Field%20Office%20Americas/Documentos/Publicaciones/2021/05/Documento%20de%20Politica%20Inversiones%20con%20enfoque%20de%20genero%20WEB.pdf> ; última consulta 04/03/2026.
- Pokorny, J. (2023). Financing of Social and Solidarity Economy in France: 90/10 Rule. *Acta academica karviniensia*, 23(1), 69-80. DOI: <https://doi.org/10.25142/aak.2023.006>
- Romo, L. A. (2021). *Una Taxonomía de actividades sostenibles para Europa.* Banco de España. Disponible en <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosOcasiones/20/Files/do2101e.pdf>
- The Officer. (2024, 25 de marzo). *Hacia una nueva clasificación de fondos ESG, más allá de los fondos artículo 8 y 9.* Disponible en <https://theofficer.es/hacia-una-nueva-clasificacion-de-fondos-esg-mas-alla-de-los-fondos-articulo-8-y-9/> ; última consulta 19/11/2025.
- UNESPA. (2009). *Guía de buenas prácticas en materia de información previa a la contratación en los seguros de vida en los que el tomador asume íntegramente el riesgo de inversión (Unit-Linked).* Disponible en <https://www.unespa.es/main-files/uploads/2017/06/Guia-informacion-Unitlinked.pdf> ; última consulta 20/02/2026.

UNICEF. (2026). *Child-Lens Investing. Aligning global capital with the well-being of children*. Disponible en <https://www.unicef.org/innovation/child-lens-investing> ; última consulta 04/03/2026.