

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

**LA INDUSTRIA DE INVERSIÓN DE IMPACTO. PRINCIPALES ACTORES EN
ESPAÑA Y EN EUROPA**

Autor: Cristina Otero Cruz

Director: Braulio Pareja

MADRID | junio 2023

ÍNDICE

CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN	7
1.1. CONTEXTUALIZACIÓN	7
1.2. ELECCIÓN DEL TEMA.....	7
1.3. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN.....	8
CAPÍTULO 2: METODOLOGÍA	10
2.1. MÉTODOS DE INVESTIGACIÓN.....	10
2.2. CONSIDERACIONES METODOLÓGICAS	11
2.3. ETAPAS DE LA INVESTIGACIÓN: PASOS Y CRONOGRAMA.....	11
CAPÍTULO 3: MARCO TEÓRICO.....	13
3.1. INDUSTRIA DE INVERSIÓN DE IMPACTO: ORIGEN Y EVOLUCIÓN.....	13
3.2. FONDOS DE CAPITAL PRIVADO.....	19
3.3. ESPECIFICIDADES DE LOS FONDOS DE CAPITAL PRIVADO DE IMPACTO.....	25
CAPÍTULO 4: ESCENARIOS	35
4.1 PANORÁMICA ESPAÑOLA.....	35
4.2 PANORÁMICA EUROPEA	40
CAPÍTULO 5: CONCLUSIONES	43
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	45
ANEXOS	48

LISTA DE ABREVIATURAS

Inversión de impacto: II

Global Impact Investing Network: GIIN

Assets Under Management: AUM

European Venture Philosophy Association: EVPN

Global Steering Group for Impact Investment: GSG

Venture Capital: VC

Environmental Social Governance: ESG

Private Equity: PE

Impact Measurement & Management: IMM

Limited Partners: LPs

General Partners: GPs

ÍNDICE DE TABLAS Y ANEXOS

Tabla 1: Foco discursivo según actores

Tabla 2: Capital levantado acumulado por regiones

Tabla 3: Capital levantado por fondos europeos según foco de inversión

Tabla 4: ODS perseguidos por fondos de capital privado

Tabla 5: Expectativa de retorno financiero comparado con tasa de retorno de mercado

Tabla 6: Fondos de Capital Privado de Impacto según añada

Tabla 7: Activos bajo gestión fondos capital privado europeos

Figura 1: Mapa de Gestores de Activo de Impacto a nivel europeo

Anexo 1: Objetivos Desarrollo Sostenible

Anexo 2: Fondos de Inversión de Impacto a nivel europeo

Anexo 3: Capital bajo gestión según fondos de inversión de impacto a nivel europeo

RESUMEN EJECUTIVO:

La industria de inversión de impacto tiene un objetivo doble, conseguir un rendimiento financiero de la mano de un retorno de impacto social y/o medioambiental. Esta industria ha tenido un crecimiento exponencial en la última década que se verá potenciado al máximo en los años siguientes ya que este tipo de inversión se erige como una nueva herramienta para hacer frente a los problemas sociales y medioambientes más enraizados de nuestra sociedad.

Todo gran reto lleva parejo una gran oportunidad y esta no ha pasado desapercibida para los fondos de capital privado. Estos se constituyen como uno de los actores más relevantes de la industria y con la capacidad suficiente para moldear y definir el concepto de esta. La presente investigación busca ofrecer una panorámica del funcionamiento de un fondo de capital privado de impacto, a través del análisis de los elementos propios de un fondo de capital privado tradicional a los que se les ha de sumar los elementos propios de uno de impacto; por ejemplo, la medición social/medioambiental o el incentivo económico respecto al objetivo de impacto. Además, se analiza la presencialidad y tendencias de este tipo de fondos a nivel europeo y a nivel español.

PALABRAS CLAVE: “fondo”, “capital privado”, “inversión de impacto”, “social”, “medioambiental”

EXECUTIVE SUMMARY:

The impact investment industry has a dual objective, to achieve a financial return hand in hand with a return of social and/or environmental impact. This industry has had exponential growth in the last decade that will be boosted to the maximum in the following years as this type of investment stands as a new tool to address the most deeply rooted social and environmental problems of our society.

Every great challenge brings with it a great opportunity, and this has not gone unnoticed by private equity funds. They are one of the most relevant players in the industry and have the capacity to shape and define the concept of the industry. This research seeks to provide an overview of the functioning of an impact private equity fund, through the analysis of the elements of a traditional private equity fund to which the elements of an impact fund must be added; for example, the social/environmental impact measurement or the economic incentive with respect to the impact objective. It also analyzes the presence and trends of this type of funds at European and Spanish level.

KEY WORDS: "fund", "private equity", "impact investment", "social", "environmental".

CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN

1.1.CONTEXTUALIZACIÓN

El reconocimiento de los problemas sociales y ambientales es notable por parte de la sociedad, instituciones públicas y privadas; no obstante, se empieza a exigir también que la actividad económica tome un rol activo y plantee soluciones viables. Dentro de este planteamiento, surge como una herramienta más la industria de inversión de impacto, estrategia de inversión que lleva implícito un retorno financiero, a la par que un retorno social y/o medioambiental.

Las formas de provisión de capital engloban a la inversión tradicional, la inversión socialmente responsable o, en su exponente más filantrópico, las vertientes de filantropía tradicional y *venture philanthropy*. A medio caballo entre estas, la inversión de impacto se erige como un modelo de negocio rentable y eficiente. Por esto, la incorporación de este tipo de inversiones a la cartera de un inversor aporta un gran valor añadido (IESE Business School, 2015).

Toda inversión necesita de una parte que ofrezca el capital (inversor) como de una entidad en la que se invierta (invertido), así como, en muchas ocasiones, un intermediario. enfoca el estudio desde la perspectiva de los fondos de capital privado de impacto, que actúan tanto intermediarios en estas inversiones como actores que moldean y construyen la industria en cuestión.

La inversión de impacto es una propuesta que lleva implícito un gran reto a la par que una gran oportunidad, para ofrecer un paso más hacia la resolución de los mayores desafíos del siglo XXI. Esta alternativa de inversión se consolida también gracias al creciente movimiento social, político y regulatorio que demanda la oferta de esta opción de inversión

1.2.ELECCIÓN DEL TEMA

A nivel personal, el presente trabajo concentra dos de las parcelas que más me han llamado la atención desde que comencé mi trayectoria universitaria. Por un lado, el mundo de las finanzas, en general, focalizado en el ecosistema de las inversiones y, por otro, la inclinación hacia las iniciativas que pudiesen ayudar a contribuir al desarrollo social positivo. Ambos terrenos se unifican en esta industria, configurándose, así, como un idóneo catalizador de mis intereses.

A nivel académico, esta investigación soporta la asignatura del “Trabajo de Fin de Grado de Analytics” del Doble Grado de Derecho y Business Analytics de la Universidad Pontificia

Comillas ICADE, por lo que resulta interesante su investigación, en tanto que todo lo tratado en la carrera facilita el entendimiento de conceptos y también ilumina un tema que no ha sido nicho de estudio en este doble grado. Este estudio se ha llevado a cabo también utilizando una de las herramientas de visualización de datos que hemos trabajado en la asignatura “Visualización de Datos”, por lo que también me ha para profundizar en el manejo de esta plataforma.

A nivel práctico, este trabajo busca contribuir al estudio y reflexión del papel que tienen y que juegan los fondos de capital privado en esta industria de inversión y desmitificar alguno de los conceptos erróneos en torno a estos. Por otro lado, busca mostrar la falta de información disponible acerca de este tipo de fondos que permita la comparación entre unos y otros. Para que los distintos investigadores puedan avanzar en el estado de la cuestión, es menester que cuenten con la suficiente información disponible, por lo que concienciar sobre la falta pública de la misma es un paso hacia delante.

1.3.OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

Después de indagar en la literatura y conocer el estado real de la cuestión, conseguimos definir el primer objetivo principal de la investigación: profundización en el funcionamiento de los fondos de capital privado de impacto y definición del papel que estos tienen en el ecosistema de inversión de impacto. Para conseguir el objetivo principal, construimos un marco teórico que respondiera a las cuestiones más controvertidas de todo actor de impacto, aunque focalizados en los fondos de capital privado de impacto y comparándolos con los fondos de capital privado tradicionales:

- i) Definición terminológica y crecimiento en los últimos años
- ii) Técnicas de medición de impacto y financiero; gestión de ambos objetivos en la misma estrategia de inversión
- iii) Riesgos inherentes a este tipo de fondos y estudio del rendimiento ajustado

El segundo objetivo principal busca construir un mapa a nivel europeo y a nivel español de este tipo de fondos. Para conseguirlo, se han utilizado varias bases de datos y analizado ciertos de los fondos encontrados en estas, bien por su relevancia o bien por su constitución novedosa. Así, se cobran vida los conceptos establecidos en el marco teórico.

Los objetivos secundarios del trabajo se definen así:

- Contribución al estado general de la industria de inversión de impacto. Para ello, el primer apartado del marco teórico ofrece una visión generalista de la industria y se señalan algunas vertientes de búsqueda posterior.
- Desmitificación de ciertos conceptos que se tienen de esta industria desde un punto de vista financiero y despertar el interés de un público más amplio. Para ello, se incorporan novedosos artículos académicos que muestran el rendimiento efectivo de este tipo de inversiones.

CAPÍTULO 2: METODOLOGÍA

2.1.MÉTODOS DE INVESTIGACIÓN

Para construir el objeto del presente trabajo, se han utilizado dos formas metodológicas. En primer lugar, se ha optado por la revisión de la literatura hasta la fecha, con el objetivo de construir un marco teórico que permitiera establecer un entendimiento base y actualizado de esta industria. Siguiendo el hilo conductor de la teoría, se analizan y estudian los fondos europeos y españoles que se han extraído de la base de datos de PitchBook e Impact Yield.

Como posteriormente se comenta en más detalle, el fenómeno de la inversión de impacto es una parcela de estudio que se ha desarrollado mucho en los últimos años y la conceptualización de esta idea no ha pasado desapercibida tampoco para la comunidad científica. Se ha hecho una minuciosa revisión de la literatura hasta la fecha, a través de la búsqueda de palabras clave, en las plataformas de base de referencias bibliográficas más utilizadas por la comunidad científica: Google Académico, Dianet, Redalyc, ResearchGate y CSIC. Como es una industria nicho con crecimiento exponencial, es necesario hacer un examen exhaustivo para diferenciar aquellos artículos validados por la aprobación del resto de los investigadores de aquellos otros que no consiguen innovar respecto al estado de la técnica.

Para ello, se ha utilizado el análisis bibliométrico realizado por Elsevier¹, en torno a la inversión de impacto, para seleccionar las fuentes más citadas, de mayor calidad y que más están contribuyendo en la definición y estudio de este tema. Realizando un análisis de la red de co-autores, análisis cartográfico, análisis de co-citas y finalmente un agrupamiento dentro de las direcciones de las agendas de búsqueda, obtienen una muestra de los artículos más relevantes, ordenando las distintas corrientes de investigación sobre el tema, los puntos de encuentro y tendencias actuales. Además, como este artículo se publica en 2022, uno se asegura así de recabar también los avances más novedosos. Esta fuente constituye solamente una parte, aunque primordial, de la revisión de la literatura ya que también se han recabado relevantes artículos y más recientes a nivel temporal (el último estudio utilizado es de marzo 2023).

¹ En un rango entre 2009-octubre 2021, se obtiene una muestra final de 115 artículos de calidad técnica excelente, extraídos de una base de datos inicial de 6139 artículos sobre el tema. Se aporta también un desglose de los países, instituciones, revistas, autores más influyentes en el área de estudio (Migliavacca, Patel, Paltrinieri, & Goodell, 2022)

Se ha utilizado la herramienta de visualización de datos Tableau+ y Excel para conformar los gráficos que se muestran a lo largo del trabajo. La primera es una plataforma de inteligencia de negocios líder en el mercado que permite, a través de la visualización, analizar grandes bases de datos para extraer la información que sea de interés.

Toda herramienta de análisis de datos requiere de una base de datos sobre la que se pueda comenzar a trabajar. La mayor limitación encontrada para realizar esta aproximación respecto a los fondos de capital privado de impacto recae en la falta de acceso a varias de las plataformas que consolidan este tipo de datos. Muchas de estas eran de pago, por lo que no se ha podido extraer todos los datos que actualmente están recogidos por ciertas empresas.

Aun así, muchas de estas empresas también proporcionan reportes periódicos sobre las bases de datos consolidan, por lo que estos estudios se han utilizado de acompañamiento en la puesta en escena de los principales actores o de los puntos de interés extraídos por estas. Por ello, alguno de los gráficos se sustenta en la creación manual de estas bases de datos para facilitar la visualización de estos análisis.

2.2. CONSIDERACIONES METODOLÓGICAS

- La restricción geográfica se limita a Europa y, en particular, España.
- Los artículos y estudios doctrinales provienen de las fuentes mencionadas en el apartado anterior: Google Scholar, Dialnet, Research Gate. El sistema utilizado para la cita de fuentes es el estilo APA, las referencias bibliográficas completas se encuentran en el último apartado del trabajo y, a lo largo del mismo, se incluyen las citas indirectas.
- Además del índice de contenido, el índice de tablas y el de abreviaturas se encuentra en las páginas supra. Las abreviaturas corresponden tanto a palabras en inglés como en español.
- A lo largo del trabajo se utilizan varias palabras en inglés, la razón de ello recae en que muchos de estos anglicismos se utilizan así en el mundo financiero, también en los artículos redactados en castellano.

2.3. ETAPAS DE LA INVESTIGACIÓN: PASOS Y CRONOGRAMA

Este trabajo se enmarca en la asignatura del segundo semestre (enero-junio) de Trabajo Fin De Grado Analytics, por lo que el marco temporal se ajusta a este segundo semestre. Aun así, la primera reunión de acercamiento al TFG con Braulio, tutor, se realiza el 20 de septiembre de 2022.

En esta, nos explica tanto el objetivo como la metodología del trabajo a seguir. La primera semana de noviembre se entregó una propuesta de investigación al tutor.

Desde inicios de enero hasta mediados de marzo, el esfuerzo realizado se concentró en la revisión y selección de la literatura más relevante. A principios de febrero, comprendí la amplitud del objeto de estudio, por lo que decidimos focalizarlo en uno de los actores que participaban en esta dinámica de mercado.

Desde mediados de marzo hasta finales de abril, se redactó el marco teórico. Mientras consolidaba este, moldeábamos cómo enfocar la propuesta práctica. Por último, el ejercicio práctico se realizó en mayo mientras que junio ha servido como mes de ajustar *feedback* recibido y correcciones del trabajo. Aun así, las tutorías y comunicación con Braulio ha sido fluida y periódica a lo largo de estos meses.

CAPÍTULO 3: MARCO TEÓRICO

A continuación, en el marco teórico se desarrollarán tanto los puntos principales de la industria en su vertiente más genérica, como las especificidades de los fondos de capital privado de impacto en particular. En primer lugar, se explica el nacimiento y consolidación de la industria de inversión de impacto: el concepto y la diferenciación respecto a otros similares. En segundo lugar, se justifica el porqué de la elección de los fondos de capital privado como actores principales y cómo la industria ha ido calando en esta estrategia de inversión. En tercer lugar, se exponen las particularidades de los fondos de inversión de impacto de capital privado, su funcionamiento y vicisitudes respecto a la medición y gestión del impacto, así como las oportunidades y obstáculos a los que estos actores se enfrentan.

3.1. INDUSTRIA DE INVERSIÓN DE IMPACTO: ORIGEN Y EVOLUCIÓN

Como señala la Global Impact Investing Network (en adelante, GIIN), resultaba necesario realizar un esfuerzo para estimar el tamaño de este mercado a nivel mundial; en diciembre 2021, tenía 1,164 trillones de dólares estadounidenses en activos gestionados (*Assets Under Management*, AUM). Este ejercicio ofrece a los distintos jugadores la posibilidad de comparar esta contra otras industrias, coincidiendo la mayoría en que sigue siendo una industria nicho con un desarrollo importante (Hand, Ringel, & Danel, 2022).

El fenómeno de inversión de impacto se erige como una alternativa de inversión que no solamente aúna el retorno financiero, sino que también busca tener un impacto positivo social y medioambiental. La primera vez que se utiliza el término inversión de impacto (en adelante, II) se remonta al año 2007, en Italia. La fundación Rockefeller configuró una serie de conferencias y reuniones, juntando a distintas eminencias del campo de las finanzas, filantropía y desarrollo, en las que se apelaba a la necesidad de crear una industria de calado mundial, que abogara por la inversión focalizada en el impacto social y medioambiental. Como primera apuesta por el desarrollo de esta industria, aprueban la donación de 38 millones de dólares para la nueva *Impact Investing Initiative*, que se desarrolla entre los años 2008-2012² (Jackson, 2012).

² Para mayor profundización, se ruega consultar, de la misma fuente, el *Appendix C: Recommendations from the final Report of the Strategic Assessment of the Rockefeller Foundation's Impact Investing Initiative*. Recomendaciones que se realizan en el año 2013, tras el análisis de la Iniciativa.

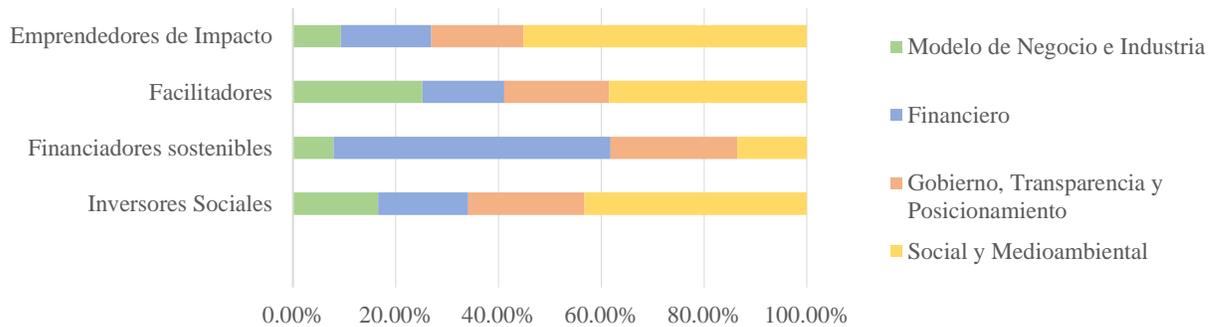
En el informe que emite J.P. Morgan (2010), ya clasificaban hace más de una década a la II como una clase de activo emergente. Para definir cualquier clase de activo, establecen que se requiere: i) conjunto único de inversiones, ii) estructuras organizativas para acomodar estas habilidades (*buy-side* y *sell-side*), iii) organizaciones de industria, asociaciones y educación sobre el tema y iv) desarrollo de métricas estandarizadas, *benchmarks* y/o ratings.

La dificultad existente en la literatura científica por llegar a un acuerdo sobre su definición terminológica y estratégica es una carencia que se lleva arrastrando en esta industria durante años. Son varios los estudios que se han centrado en aglutinar el disperso conocimiento que existe sobre la materia y que han intentado establecer un marco de referencia que sea útil tanto para los académicos, como para el público al uso.

Los problemas que surgen debido a la falta de clarificación se materializan en: i) la puesta en peligro de la credibilidad de la idea y ii) la obstaculización del crecimiento del mercado, al no tener los inversores la capacidad de formarse una opinión clara sobre lo este engloba y sobre la postura a adoptar ante ella (Höchstädter, 2015).

Con el objetivo de que estos problemas no se consoliden, la corriente científica busca mostrar cómo los distintos actores de este ecosistema van construyendo **legitimidad** en torno a esta industria. Suddaby, Bitektine & Haack (2015) se han encargado de estudiar en profundidad el concepto de legitimidad y agrupan esta definición en tres perspectivas distintas: legitimidad como propiedad, como proceso y como percepción. La definición que más nos llama la atención es la segunda, desde que entiende que la legitimidad es un constante proceso de desarrollo, renegociación y mantenimiento. Es decir, el discurso activo suscita críticas en torno al “concepto” institucionalizado e imperante y se desarrollan juicios que moldearán dicho concepto. De esta forma, son muchas las voces que se reconocen, moldean y reformulan el estado de la cuestión con sus aportaciones.

Tabla 1: FOCO DISCURSIVO SEGÚN ACTORES



Fuente: Adaptado de Lehner et al (2018), pp. 428

Siendo conscientes de que el *statu quo* de la industria de II parecía sufrir un problema de falta de legitimidad, Lehner et al (2019) agrupan los actores del ecosistema más influyentes y analizan las estrategias de comunicación que más los caracterizan³. Por una parte, los inversores sociales (como Bridges Ventures) y los emprendedores de impacto comparten la focalización del mensaje en los aspectos sociales y medioambientales, mientras que el entendimiento entre estos y los financiadores sostenibles (como J.P Morgan) puede no materializarse por falta de inclinación puramente financiera. Estos últimos se centran en clarificar, en mayor medida, los aspectos positivos que vienen de la mano del retorno financiero que la II otorga.

No obstante, el extremo que se inclina más por el aspecto financiero y el que lo hace más por los aspectos sociales se comunica a través del puente que los facilitadores crean, que son los que buscan avanzar en el modelo de negocio e industria de II con más ímpetu. Aquellos que propician el desarrollo de la industria y fomentan los aspectos positivos de esta con todos sus matices, tanto financieros como sociales.

A pesar de las diferencias terminológicas, también es cierto que va formándose un consenso, aun matizable y difuso todavía, en torno al concepto, aunque sea en su vertiente más genérica. *A priori*, se exige un **retorno financiero**, que puede estar bien a nivel, por debajo o por encima de las expectativas de mercado. Como en cualquier otro instrumento financiero, que el retorno se materialice depende también de las circunstancias de la inversión y de la estrategia de su inversor.

³ Se considera extra-límite desglosar cada tipo de estrategia, pero alguna de estas sería: i) racionalización, ii) narrativas de éxito y fracaso, iii) discurso del problema y su solución, iv) teoría basada en valores o v) ineficiencia e injusticia de prácticas existentes.

De forma paralela, se exige un impacto no financiero, que se definiría en torno a un impacto **social y/o medioambiental**; siendo varias las corrientes académicas que engloban también un impacto cultural, de desarrollo o de gobierno, además de los mencionados. Respecto a la prioridad en torno al tipo de retorno, la discusión aumenta y la respuesta queda abierta, inclinándose parte de la doctrina por segmentar a los tipos de inversores según prioricen el retorno social (*impact first*) o financiero (*financial first*). Partiendo de esta base definicional, es menester señalar que el impacto social ha de ser **intencionado**, es decir, no puede quedar al amparo de una pura coincidencia, y ha de ser **medible**. Esta última cuestión suscita controversia, puesto que se viene señalando también la falta de herramientas que sean capaces de cuantificar este tipo de impacto y las carencias existentes en este punto (Höchstädter, 2015).

En otro de los intentos por uniformar el estado de la técnica de esta industria, Hockerts et al (2022) llegan a la conclusión de que existen seis dimensiones que forman la II, i) intencionalidad, ii) adicionalidad, iii) contribución, iv) materialidad, v) medición y vi) atribución. Respecto a estas dimensiones, ya se han comentado brevemente los dilemas existentes en torno al requisito de intencionalidad o medición, así como materialidad (qué información ha de ser comentada a qué tipo de inversor, puesto que existen intereses o prioridades contrapuestas). Nos llama la atención la última dimensión: atribución. ¿A qué específico actor o fuente se le puede atribuir el impacto?

Respecto a este punto, profundizan en determinar si la atribución es de por sí difusa o si es, en caso contrario, directa. Si bien en términos económicos este concepto se relaciona con el beneficio financiero que se puede distribuir a un inversor en particular, en términos de II no necesariamente se mantiene. Es decir, la cuestión que se plantea es la siguiente: ¿la atribución del impacto ha de mantenerse con el inversor original o se puede transmitir a los siguientes dueños? Los autores materializan la pregunta así: ¿los inversores que adquieren acciones de Tesla también lo hacen de su impacto creado por la compañía en la década pasada, o solo para el futuro?⁴.

Uno de los problemas en su clarificación terminológica recae en la confusión entre este y términos similares, utilizándose de manera intercambiable y, en muchas ocasiones, de manera errónea. Agrawal & Hockerts (2021) analizan de manera sistemática 85 artículos y encuentran que

⁴ La utilización de la empresa Tesla como ejemplo viene de una lógica anterior en el reporte que señala que los primeros inversores de esta compañía podrían achacarse directamente que, con sus inversiones, han hecho posible el desarrollo del mercado moderno de coches eléctricos.

la mayoría de los investigadores europeos se refieren al término como inversión de impacto mientras que sus coetáneos norteamericanos y asiáticos se inclinan por el uso de finanzas sociales *social finance*. Si bien es cierto que las microfinanzas son una forma de II, la primera difiere de la segunda en que la cantidad de capital invertido es mucho mayor. Por otro lado, la inversión socialmente responsable es un paraguas que recoge intereses de diferentes *stakeholders* e incorpora actividades y organizaciones que crean impacto social y medioambiental, mientras que la II es una inversión más proactiva en empresas cuya misión es crear tanto valor social como comercial. Muchos de los fondos de ISR se dirigen a firmas de II, aunque su nivel de compromiso es menor que el del otro tipo de inversores. Finalmente, la vertiente conocida como *venture philanthropy* se centra en maximizar el retorno social sin ponerle el énfasis que la inversión de impacto pone en el retorno financiero.

Esta industria también se enfrenta al escepticismo de muchos inversores que piensan que el hecho de añadir características u objetivos a una inversión reduce la calidad o la instrumentalidad de cada uno de sus componentes. Estos piensan que “*he who chases two rabbits catches neither*”, en palabras de Confucio. Materializado en lo que se conoce como el sesgo de la dilución de objetivos, existe una tendencia a creer que un organismo desarrollará mejor una función que otro organismo paralelo desarrollando esa y otras funciones adicionales.

Por otra parte, la heurística de suma cero busca explicar cómo los individuos tienden a pensar intuitivamente que los recursos invertidos en una dimensión van de la mano con la pérdida de recursos para otra dimensión. En otras palabras, se suele percibir que la dedicación de recursos adicionales tiene un coste para el primer atributo de la inversión, fuese *impact* o *finance-first* (Caseau & Grolleau, 2020).

Esta tendencia por la búsqueda de inversión de impacto se ha acelerado a raíz de la pandemia, en la que grandes compañías también pugnaban por la transición hacia soluciones más sostenibles, empresas como Microsoft se comprometían a llegar a la neutralidad de carbono en los próximos 30 años, así como Google lo hacía con su compromiso en funcionar a base de energía renovable para 2030, sin quedarse lejos de estas iniciativas otras muchas empresas como Apple o Amazon (Gimede, Emiliano, & Tridenti, 2023).

Con todo, a pesar de que se reconozca la importancia de este tipo de inversiones para combatir retos sociales, la literatura científica también se plantea, a términos generales, si esta industria es capaz de abordar la desigualdad sistémica. Aunque una de las características inalienables de la inversión de impacto sea la “intencionalidad”, esta no significa directamente que los inversores tengan conocimiento sobre cómo atacar los complicados problemas sociales. Una de las críticas que recibe es que su creación viene desde una perspectiva *top-down*, sin tener en cuenta las voces de los beneficiados. Así, como señalaba Darren Walker, presidente de la Fundación Ford, el concepto de “*doing well by doing good*” puede “*inadvertently widen inequality in the course of making money, even though we claim to support equality and justice when giving it away*” (Casanovas & Jones, 2022).

Por esto, Casanovas & Jones (2022) proponen un marco teórico que aboga por la “participación inclusiva” de todos los *stakeholders*, que resulta en un marco que ayude a combatir la desigualdad sistémica. En la construcción del proceso intervienen tres momentos, i) decisión acerca de dar o no dar voz a los “beneficiados” en el diseño de las herramientas y organizaciones, ii) decisión en cuanto a una orientación sistémica u organizacional⁵ y iii) capacidad incrementada o no en torno al abordaje de las desigualdades sistémicas⁶. El elemento clave de su propuesta se centra en entender que el hecho de dar voz a todos los interesados (en especial, a los beneficiados de las inversiones), ayudará a cambiar la orientación organizacional a una sistémica en esta industria.

Esta y otras muchas reflexiones son alguno de los motores que promovieron la creación de organizaciones como la *European Venture Philosophy Association* (en adelante, EVPN), que busca aunar el encuentro de proveedores de capital y aquellos innovadores sociales, trabajando para impulsar el conocimiento sobre este ámbito a la par que catalizar y escalar el impacto a nivel europeo; reuniendo a 300 miembros en menos de dos décadas. Otro de los organismos

⁵ Mientras que la orientación sistémica se asegura de que estas voces vulnerables sean escuchadas en el diseño de las distintas fases y eleva la capacidad para transformar la desigualdad enraizada, la orientación organizacional busca focalizar el impacto en objetivos específicos de una organización, abriendo la posibilidad de que ocurra la situación de “mission drift” o que, en aras por la medición de cierto tipo de impacto basado en x resultado, se prioricen los que sean más fácilmente medibles y no aquellos que más se necesitan.

⁶ De seguir la orientación sistémica, la capacidad de abordaje se incrementa. La tendencia actual de la II ha sido medir el impacto cortoplacista, basado normalmente en actividades y resultados (esto viene en línea con el requerimiento creciente por parte de la sociedad de que estas inversiones se midiesen y se pudieran utilizar comparativamente). Sin embargo, aceptan los autores también la dificultad para medir el cambio estructural, dada su naturaleza interconectada. Es decir, resulta más sencillo medir resultados como “número de clientes servidos” o “cantidad de fondos dados para las minorías”.

protagonistas en el desarrollo de esta industria es el *Global Steering Group for Impact Investment* (en adelante, GSG). A través de los Consejos Consultivos Nacionales (NAB, por sus siglas en inglés), promueven y facilitan el desarrollo de la industria en todos los países en los que operan, que actualmente son 36.

En el estudio publicado por SpainNab el pasado junio de 2022, se muestra la consolidación de esta industria en nuestro país. Actualmente, estiman que se gestiona un total de 2.938,6 millones en capital, a través de un total de 39 vehículos de inversión. La banca ética y social es el actor que más capital gestiona (68%), seguido por los fondos de capital privado (18%), fundaciones (10%) y por un segmento que agrupa desde aseguradoras, fondos de financiación pública, corporativos hasta plataformas de micro financiación o “crowdfunding” (4%).

Si bien es cierto que las iniciativas de medición del tamaño de este mercado y segmentación de este se hacían a nivel de calado mundial de manera más o menos precisa, este mismo ejercicio faltaba a nivel europeo, en cuanto al tamaño de la industria de II, sus tendencias o prácticas. Por primera vez, el pasado 1 de diciembre de 2022, el Consorcio Europeo de Inversión de Impacto⁷ publica el informe *Accelerating Impact*, en el que realizan el primer ejercicio de armonización a nivel europeo en el plano de la inversión de impacto. En este, estiman que el mercado de inversión en Europa tiene aproximadamente un tamaño de 17.8 trillones €, de los que el 17% (3 trillones €) están relacionados con inversiones sostenibles/ESG y el informe que mencionábamos previamente (GIIN, 2022), estima que las inversiones de impacto en sí suponen 562.9 billones € (3%). Este estudio estima que el valor de las inversiones de impacto directas supone 80 billones €. La diferencia entre esta y la estimación realizada por GIIN (2022) recae en que la última incluye activos listados, mientras que este estudio incluye principalmente los no listados (EVPA, 2022).

3.2.FONDOS DE CAPITAL PRIVADO

1.2.1. *Justificación de elección como actor principal*

Acercarse al objeto de estudio de la industria de II como tal resulta complicado dada su amplitud, crecimiento en los últimos años y aristas para tener en cuenta desde el punto de vista social, financiero o estructurador, así como los múltiples actores, estrategias o métricas de impacto. Dada la extensión limitada de este trabajo, se ha optado por focalizar el marco teórico en uno de

⁷ Este Consorcio incluye la EVPN, el GSG y varios Consejos Consultivos nacionales europeos, además de la ayuda de varios socios académicos.

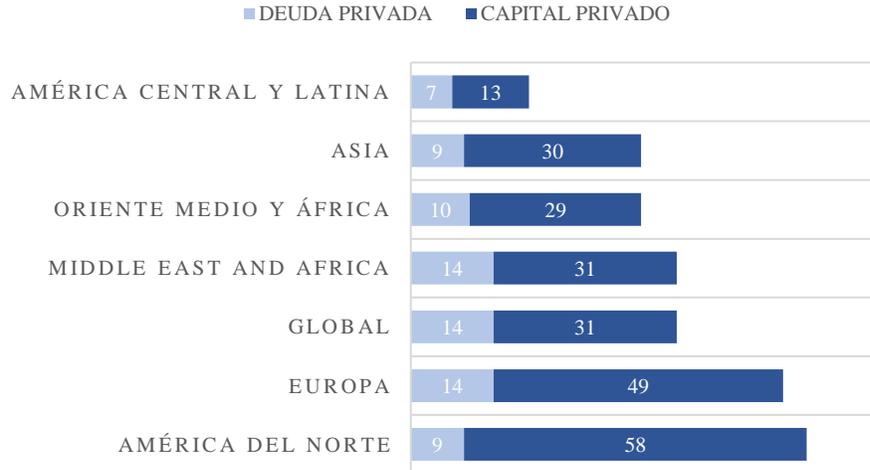
los principales actores del mercado, con el objetivo de poder analizar un poco más en profundidad su perfil completo.

El grupo de actores en cuestión se trata de los fondos de capital privado, puesto que se ha visto cómo es el actor que, en España, más crecimiento ha experimentado, de un 33%, en el último año y ha multiplicado casi por cinco su tamaño en los últimos años (92 millones de euros en 2018, 229 millones de euros en 2019, 327 millones de euros en 2020 y 444 millones de euros en 2021) y contribuyendo con un total de 113,4 millones de euros en nuevas inversiones en 2021 (SpainNAB, 2022). Del mismo modo, a nivel europeo, la representación de los fondos de Venture Capital y Private Equity es de más de un tercio de las organizaciones activas en el ecosistema de inversión de impacto, suponiendo un 36% del total, seguido por la representación de instituciones financieras (20%) y fundaciones (10%) (EVPA, 2022).

Según el análisis de Phenix Capital (2023), los fondos de capital privado representan el 54% de los fondos de su base de datos Impact Database⁸. Por otra parte, la tipología específica de los Venture Capital constituye el 59% de esta sub-categoría de capital privado. A nivel global, se constituyeron 130 nuevos fondos de impacto en 2022, de los cuales el 54% de estos invertía en mercados privados. En la siguiente tabla (*vid.* Tabla 2), se muestra el capital acumulado levantado por región y por tipo de activo. En primer lugar, se observa la relevancia de la región europea en el levantamiento de capital en la industria, por una parte y, por otra, de la tendencia generalizada por la prominencia del levantamiento de capital privado en vez de deuda privada. En particular, en Europa, esta constituye un 77.7% del total.

⁸ Esta es una de las bases de datos de pago que comentábamos, iniciativa que pertenece a Phenix Capital Group y consolida 2,200 fondos de impacto, 1,880 compañías portfolio y 950 gestores de fondos.

Tabla 2: CAPITAL LEVANTADO ACUMULADO POR REGIONES (bn)



Fuente: Elaboración Propia con datos obtenidos de Phenix (2023)

Con esta elección se pretende profundizar en varios de los puntos que serían comunes en el análisis de la industria en genérico, como pueden ser las motivaciones de los inversores, los objetivos de los actores (en este caso, fondos de capital privado), análisis de los resultados de sus inversiones y métricas de estas.

1.2.2. Contextualización Private Equity

Los fondos de capital privado se erigen como los intermediarios entre aquellos inversores que buscan invertir sus recursos y obtener x rentabilidad y aquellas empresas que necesitan una inyección de capital, conformándose, así como una atractiva fuente de financiación alternativa. En términos simples, capital riesgo se define como una “inversión en acciones a medio o largo plazo que no cotiza en bolsa”, incluyendo diferentes modalidades como operaciones de compra (*buyouts*), fondos de cobertura (*hedge funds*), fondos de fondos, fondos de deuda en dificultades o financiación ángel. Existen dos tipos de inversión en capital privado, i) inversión en fondos (*fund investing*) y ii) capital invertido en *portfolio companies* (inversión directa) (Harry Cendrowski, 2012, p. 7).

La mayoría de los fondos son de vida limitada, con una media cercana a los diez años. A lo largo de estos años, se desarrollan varias etapas, levantamiento de capital/organización, inversión, gestión y desinversión. Durante la primera etapa, el fondo elige a los inversores y determina su

estrategia y foco de inversión (la segmentación de los focos de inversión puede venir marcada por la selección de un tipo de entidades, de edad temprana o madura, distintas industrias o diferentes países).

En el proceso de captación de fondos, se busca enseñar la experiencia del fondo o el nivel de rentabilidad que se espera obtener. Los socios limitados (*Limited Partners*, en adelante, LPs) utilizan la sociedad limitada como vehículo para focalizar sus inversiones y que estas sean gestionadas a través de profesionales de inversión (*General Partners*, en adelante, GPs) en lugar de tener que hacerlo ellos directamente (Ferrer, 2007).

La segunda fase se centra en buscar proyectos empresariales conocidos como *targets*, empresas que evalúan su actuación actual y potencial evolución, incluyendo procesos de *due diligence*, análisis de su equipo de gestión y posibles modificaciones de este, selección del mejor mix de financiación (porcentaje de deuda y *equity*). En el momento que los GPs eligen un proyecto, se realiza lo que se conoce como llamada/bajada de capital. Paralelamente y a lo largo del período de inversión, la gestión de la cartera se entiende como la tercera fase, que podría incluir desde la adquisición de una sociedad hasta la desinversión de una rama de actividad que no estuviera siendo rentable.

Por último, la desinversión pone el cierre al proyecto de inversión de capital privado, momento en que se tendría que recuperar la expectativa inicial del valor que se estimó en la primera fase. Como ejemplos para la desinversión se consideran la venta a otro inversor de capital riesgo (*secondary buyout*), venta al equipo de gestión de la empresa (*buy-back*) u oferta de venta en bolsa (Ferrer, 2007).

Una vez se liquida el fondo, se devuelven los retornos a los LPs. Respecto a la compensación de los gestores y la retribución de los inversores, los primeros suelen recibir una comisión de gestión de en torno al 2% y un interés devengado (*carried interest*) respecto a las ganancias netas del fondo, que ronda el 20%. Algunos fondos se estructuran de tal forma que solamente se recibirá el interés devengado si se ha pagado a los inversores previamente una tasa crítica o *hurdle rate* (Metrick & Yasuda, 2010).

1.2.3. Tendencias de Inversión de Impacto en Private Equity

La consultora McKinsey acostumbra a publicar anualmente un reporte sobre el estado de los mercados privados y su evolución. Destacan en el informe del año pasado que la recaudación de fondos creció casi un 20% en 2021, alcanzando un récord de casi \$1.2 trillones y aumentando los activos bajo gestión a un total de \$9.8 trillones en julio de ese año, comparado con los \$7.4 trillones el año anterior (circunstancias pandemia). En la edición recientemente publicada (2023) señalan que esta tendencia al alza decreció en la segunda mitad de 2022. Mientras que la captación de fondos se incrementó un 2% en Norte América, Europa experimentó una caída del 28%, debido a la inestabilidad geopolítica y distintos retos macroeconómicos, incluyendo la volatilidad en los tipos de cambio.

En el mismo informe, se destaca cómo se recaudó \$24 billones en el primer semestre de 2022 para las inversiones relacionadas con factores ESG (*Environmental, Social Governance*). En particular, los tratos relacionados con la sostenibilidad se incrementaron un 7%, llegando casi a los \$200 billones. De estas, las inversiones en *venture capital* (en adelante, VC) supusieron un 40%. Además, señalan que no solamente se tiene en cuenta a la hora de captación de fondos o selección de inversiones, sino también para la creación de valor o la estrategia de salida. En particular, destacan los fondos de impacto como los vehículos que muestran una estrategia más visible y objetivos más claros, alcanzando un récord total de \$28 billones. Los activos bajo gestión en 2022 han crecido un 35% cada año en la última década, suponiendo un crecimiento mucho más rápido que la media en los mercados privados.

La tendencia que McKinsey señala ya venía comentándose en los últimos años. El cambio frente a la elección de portfolios sostenibles e inversión de impacto refleja la preocupación general sobre retos globales que incluyen desde el cambio climático, la deforestación, desigualdad social o acceso al agua. El aumento en la inclinación hacia estas iniciativas también viene de la mano de la desmitificación sobre cómo la inversión en esta clase de activos generaba un retorno financiero inferior.

En el informe que publicaba Bain & Company⁹ (2019) sobre cómo los inversores de capital privado estaban abrazando las inversiones de impacto, mostraban cómo los proyectos que marcaban un alto valor en componentes ESG reportaban unos múltiplos de salida de 3.4, en comparación con la media de 2.5 para el resto de los proyectos. El crecimiento de la industria de capital privado y la alineación con factores ESG en el seno de esta potencian la reflexión de que efectivamente se está consolidando un nuevo movimiento de *Private Equity*, (en adelante, PE).

Desde su concepción, esta industria ha sido objeto de modificaciones y reestructuraciones en su foco discursivo y de actuación. En un primer momento, las firmas de PE creaban valor principalmente a través de ingeniería financiera, a través de altos endeudamientos e inversiones en acciones consolidando la figura de las compras apalancadas (*leveraged buy-outs*). En la década de los 90, PE 2.0 se centraba en incrementar las eficiencias operativas a través de la incorporación de directivos de compañías conocidas para la gestión de las empresas objeto de inversión. En la década de los 2000, PE 3.0 veía como se consolidaba la industria, se expandían las distintas clases de activos, se incrementaba la competencia estratégica y financiera de los compradores y se desarrollaban nuevas áreas de *expertise*.

Por último, no son pocas las voces que señalan que PE 4.0 es el movimiento que añade, a las características actuales, la gestión efectiva de las externalidades y los factores ESG. La creencia que apoya esta afirmación se basa en que aquellos inversores que no sean capaces de reconocer la correlación positiva entre la rentabilidad de las empresas y mercados, junto a su efectividad en la mitigación de estas costes sociales y medioambientales, no serán capaces tampoco de ver las oportunidades que estos campos ofrecen (Reynir, 2019).

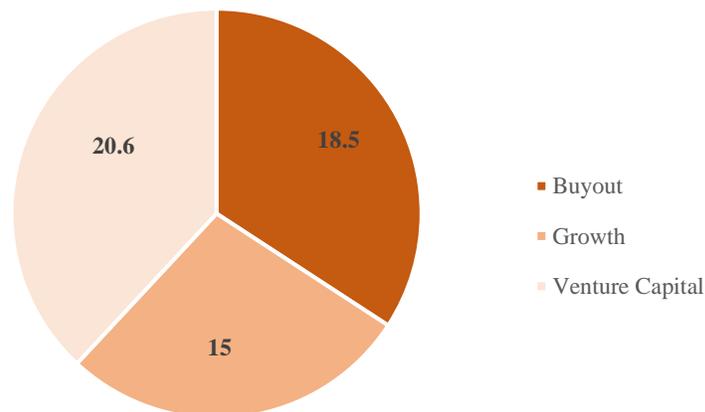
Como se comentaba previamente, uno de los elementos claves respecto a la decisión de la empresa en la que invertir es el estado de la empresa en cuestión. A la par que criterios claves lo son el tamaño, la geografía o la industria, es menester analizar en que punto se encuentra la compañía. Es decir, no es lo mismo inyectar capital en una empresa que esta creciendo, una que se está consolidando u otra que, de no ser invertida, su tendencia natura sería la decadencia. El

⁹ La muestra estaba formada por 450 salidas de capital privado en los últimos cinco años (2014-2019) en Asia Pacífico.

orden cronológico sería: *Venture Capital* (estadio primerizo), *Growth Equity* (crecimiento), *Leveraged – Buyouts* (maduro) y *Turnaround* (decreciente).

De la base de datos que mencionábamos de Phenix (2023) de fondos de capital privado de II, se dividen según: *Buyout* (120 fondos a nivel global), *Growth* (546 fondos a nivel global), *Venture Impact Funds* (734 fondos a nivel global). La siguiente tabla 3 (vid. Tabla 3) muestra el capital levantado por cada tipo de estos fondos a nivel europeo. Al igual que se muestra en otros estudios, existe una cierta preferencia por los fondos de VC en el panorama europeo.

TABLA 3: CAPITAL LEVANTADO POR FONDOS CAPITAL PRIVADO EUROPEOS SEGÚN FOCO DE INVERSIÓN



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de Phenix Capital (2023)

3.3.ESPECIFICIDADES DE LOS FONDOS DE CAPITAL PRIVADO DE IMPACTO

La compensación de los GPs de fondos de impacto funciona de la misma forma que los fondos tradicionales en cuanto a comisiones de gestión se refieren. Como se menciona supra, la media de estas comisiones se sitúa en torno al 2%, mientras que la encuesta realizada por GIIN (2014) reportaba una media en torno al 2.4%. Por su parte, otro tipo de evidencias señalan que las comisiones que cargan los fondos de II se encuentran en el rango entre 2-4%.

La razón de esta diferencia puede descansar en el hecho de que se necesitan mayores recursos para el trabajo que requiere la incorporación de medición de impacto y personas expertas en esta área (además de la financiera), la continuidad de modelos de gestión y evaluación del impacto de

las compañías o las decisiones más complejas respecto a la financiación de las compañías, en tanto que faltan todavía técnicas que midan eficientemente la parte de impacto de un trato (Thirion, Reichert, Xhauflair, & De Jonck, 2022).

A pesar de la creencia respecto a la motivación intrínseca de estos fondos por la generación de un retorno social o medioambiental positivo, configurándose, así como el motor de su trabajo, también se establecen incentivos financieros que están directamente relacionados con la medición del impacto. Al igual que los intereses devengados (*carried interest*) que mencionábamos previamente en el normal funcionamiento de un fondo, existen estos también en su vertiente social.

Es decir, una vez se liquida el fondo, se mide su rendimiento de impacto social y, si supera un cierto umbral, el equipo gestor (GPs) recibirá una parte de los beneficios. Esta cuota de los beneficios puede estar relacionada con la consecución de ambos objetivos (social/medioambiental y financiero) o relacionado con la consecución de estos por separado (social/medioambiental o financiero). Del mismo modo, puede tener un formato binario (se recibe o no se recibe) o puede recibirse ajustado a distintos tramos, parejos a distintos umbrales de objetivos (Boudoux d'Hautefeuille & Hehenberger, 2021).

Sin embargo, resulta más sencillo el planteamiento de un incentivo ligado al impacto social en la teoría que en la práctica. No es novedoso el debate en torno a los problemas de incentivos (*agency problems*), que “existen cuando un principal, o grupo de principales, emplea un agente para desarrollar un servicio que necesita delegar la autoridad de toma de decisiones al agente” (Barnea, A. Haugen, & W. Senbet, 1981, p. 8). Este tipo de problemas que se manifiestan toda vez que surgen conflictos de intereses; se explican porque tanto los propietarios (LPs, en nuestro caso) y agentes (GPs) se comportan de acuerdo con sus propios intereses y porque cada uno de los que participa en la inversión puede formarse expectativas racionales sobre su futura riqueza¹⁰.

Así las cosas, algunos dudan respecto a la idoneidad del establecimiento de incentivos de matiz financiero para potenciar los objetivos de impacto social. Thirion et al (2022) debaten sobre la utilidad de establecer estos durante las fases iniciales de levantamiento del fondo, ya que opinan

¹⁰ Estas fricciones que surgen en el mercado si no se resuelven de manera espontánea, pueden dar lugar a costes adicionales que muchas veces se intentan resolver a través de acuerdos contractuales, como la conversión o privilegios de llamada en la deuda corporativa.

que apoyarse en los mismos durante las últimas etapas podría derivar en efectos adversos respecto a la motivación de los GPs.

Es decir, como los gestores tienen gran libertad a la hora de definir sus métricas de impacto y, además tienen una ventaja respecto a la información¹¹ de los reportes, pueden aprovecharse y actuar de manera deshonesto respecto al impacto conseguido. Esta es otra de las razones por las que distintas voces demandan que esta evaluación se realice por una persona externa, que pueda realmente validar los resultados conseguidos.

Una de las parcelas que, a pesar de su importancia, no ha derivado en tanto estudio como cabría esperar, es la cuestión del modelaje del impacto. Este hace referencia al proceso de manejo del impacto antes de que entre en escena la medición de este. Aquí es donde entra en juego la **“Teoría del Cambio”**, en la que se definen los objetivos de impacto específicos deseados y las acciones que se utilizarán para alcanzarlos, para después saber cuáles son las mejores métricas a utilizar para su medición. La Teoría del Cambio muestra el camino desde que se obtienen los recursos hasta los resultados que se esperan, por lo que resultará más sencillo saber cuáles serán los mejores indicadores de rendimiento o “KPIs” (Hehenberger & Harling, 2018).

Esta Teoría se utiliza para identificar y probar los mecanismos causales de una inversión y las asunciones utilizadas. Es el marco que puede ser utilizado en varios momentos de la estrategia de inversión; en primer lugar, en el momento en que se seleccionan los proyectos a invertir (*due diligence*), en tanto que se utiliza como puente de comunicación tanto para inversores e “invertidos”, así como también se les ofrece a estos la posibilidad de identificar los puntos en los que las hipótesis no se sostienen con suficientes datos. Es el primer paso para la formulación de un mensaje cohesivo y coherente con los intereses de todos los interesados en el proceso (Verrinder, Zwane, Nixon, & Vaca, 2018)

Como señalan Reisman et al (2018), uno de los problemas en la medición del impacto recae en que los esfuerzos y resultados por medir el retorno financiero no se equiparan con aquellos para medir el impacto social generado. Con esta realidad, nace la posibilidad de que la II se quedara como una alternativa de inversión barnizada con buenas intenciones. Como señala McCreless

¹¹ En línea con la teoría de la información asimétrica, que sugiere que, como los vendedores cuentan con un grado de información mayor que los compradores, los primeros pueden sesgar el precio de los bienes que venden.

(2017), “en la ausencia de datos o, mejor dicho, evidencias, lo único que nos queda son nuestras profundas convicciones personales”.

La **medición de impacto** (*impact measurement*) se define como la medición del cambio social para el objetivo seleccionado y atribuible a las actividades de la organización durante un período de tiempo específico. En general, incluye tres dimensiones: i) proceso de medición, ii) indicadores utilizados y iii) principios utilizados para el reporte, la transparencia y nivel de divulgación.

Esta ha de entenderse de forma diferenciada, aunque vayan de la mano, de la **gestión del impacto** (*impact management*), que se podría definir como los sistemas, procesos, culturas y capacidades relaciones con la medición del impacto (Buckland, Hehenberg, & Gold, 2020). Dentro de la medición y gestión del impacto (*Impact Measurement and Management*, en adelante, IMM) encontramos distintas formas y marcos teóricos. El crecimiento de la industria conlleva también, como mencionábamos previamente, un mayor escrutinio y la exigencia de estándares que solidifiquen estas métricas. Como señala GIIN (2020)¹², los inversores utilizan de media tres marcos de medición, siendo los más utilizados¹³:

i. Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS):

En la Resolución aprobada por la Asamblea General de las Naciones en 2015, se establecen la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible. Este documento incluye los 17 ODS (*vid.* Anexo 1), junto con las 169 meta, que siguen en línea con los Objetivos de Desarrollo del Milenio, buscando conseguir aquello que no se pudo para aquel entonces. La ventaja que reporta utilizar estos es que ponen sobre la mesa los problemas específicos, de manera que resulta más sencillo buscar soluciones y modelos de negocio que los aborden.

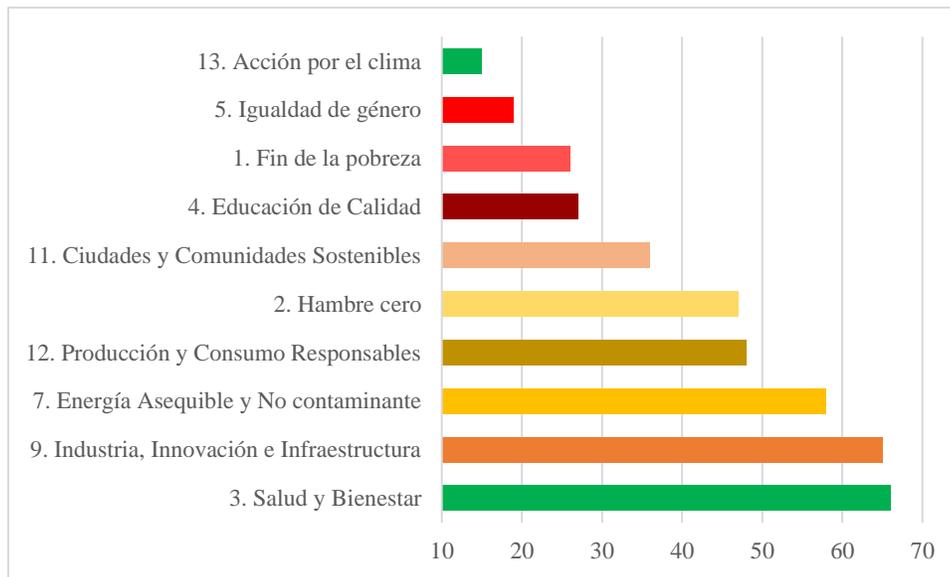
¹² Estudio que busca responder al estado de la cuestión de los inversores de impacto sobre su medición, gestión y reporte del impacto. La muestra englobaba a 278 participantes, en distintas geografías y distintos tipos de actores que al menos hubieran comprometido 10 millones de dólares desde su creación y/o hayan hecho al menos cinco inversiones de impacto y midieran activamente su impacto.

¹³ Resto de marcos utilizados para la medición del impacto que, aunque no se desarrollen individualmente, merecen mención especial: Principios para la Inversión Responsable de las Naciones Unidas (UNPRI, por sus siglas en inglés), Principios Operativos para la Gestión de Impacto de la Corporación Financiera Internacional (IFC, por sus siglas en inglés), B Analytisc/GIIRS, Aeris CDFI ratings system, Comité de los estándares para la contabilidad de la sostenibilidad (SASB), Iniciativa Global de Reporte (GRI), Indicadores Armonizados para las Operaciones del Sector Privado (HIPSO).

Por otra parte, como señalan Ruff & Olsen (2018), los ODS se erigen como la solución que combina uniformidad y relevancia, mientras que ofrece la posibilidad de medición y reporte con un grado de flexibilidad limitada, es decir, que permiten que las organizaciones utilicen las métricas que más les encajen y que después se puedan comparar distintos resultados en contextos similares, con métricas parecidas.

De la base de datos de Phenix Capital (2023), respecto a los fondos de capital privado, los ODS a los que se ha dedicado capital son: en primer lugar, 3 – Salud y Bienestar, 9 – Industria, Innovación e Infraestructura y 7 – Energía Asequible y No Contaminante (58bn). En 2021, se habían levantado (acumulado) 62bn € y se acumula, en 2022, hasta los 66bn €. Uno de los cambios más relevantes ha sido el cambio que ha experimentado el ODS 2 – Hambre Cero que, en 2021 en el puesto número 14 y ha subido al quinto puesto este año (*vid.* Tabla 4)

TABLA 4: OBJETIVOS DESARROLLO SOSTENIBLE PERSEGUIDOS POR FONDOS CAPITAL PRIVADO (bn)



Fuente: Elaboración propia datos obtenidos Phenix Capital (2023)

ii. Marco IRIS (“Impact Reporting and Investment Standards”): es una iniciativa propugnada por GIIN (2019), que se ha convertido rápidamente en un estándar para la industria en general. Incluye muchas métricas en torno al desempeño social, medioambiental y financiero, pudiendo cada organización establecer las que más encajen con sus objetivos. Respecto a la flexibilidad limitada y la ventaja que se adquiriría del uso

de los ODS, una de las críticas que se le hace a este marco es la cantidad de métricas disponibles, pudiendo ser complicado elegir cuáles utilizar (Ruff & Olsen, 2018).

iii. Cinco Dimensiones del Impact Management Project (IMP): este Proyecto señala que, para entender y poder correctamente medir el impacto generado, se ha de recoger datos en torno a i) QUÉ: entendimiento de los resultados a los que la empresa contribuye y cómo de importes son para sus *stakeholders*, ii) QUIÉN: quiénes son aquellos que están recibiendo el impacto, iii) CUÁNTO: alcance del impacto y grado de cambio experimentado, iv) CONTRIBUCIÓN: analizar si la contribución de estas personas en específico han ayudado a que los resultados fueran mejores que en el caso de que otras personas hubieran tenido su lugar y v) RIESGO: análisis de la probabilidad de que el impacto sea distinto del esperado.

Respecto a la cuestión del análisis comparativo entre distintas opciones de inversión, Ruff & Olsen (2018) recomiendan recordar que los inversores de impacto están ligados a distintas oportunidades de inversión de forma distinta, atendiendo a sus propios valores morales. Es decir, ante la misma oportunidad en el mismo sector geográfico y tipología de negocio, audiencia o grupo beneficiado, dos inversores pueden perfectamente valorarla de manera distinta. Así, resulta difícil hacer juicios de impacto entre organizaciones distintas cuyo foco de impacto sea diferente.

Si bien es cierto que los marcos teóricos que se acaban de mencionar suelen ser los más utilizados en general, también lo es que han surgido iniciativas específicas para los Fondos de Capital Privado, como la que se propone por SGD Impact, UNDP (2020). El marco que establecen se forma en torno a cuatro temas interconectados e interdependientes: i) estrategia (incorporación de elementos fundacionales en el propósito y la estrategia), ii) enfoque de gestión (integración de estos elementos en las operaciones y forma de gestión), iii) transparencia (reporte de cómo se integran esos elementos fundacionales y análisis de desempeño) y iv) gobierno (refuerzo del compromiso de estos elementos a través de prácticas de gobierno). Esta guía se elabora de tal forma que pueda ser utilizada por todos aquellos que tienen cualquier tipo de intervención con el fondo, desde los inversores, como los analistas o los propios gestores del fondo¹⁴.

¹⁴ Para más información sobre este marco teórico en particular, se ruega consultar: SGD Impact, UNDP (2020), *SDG Impact Standards Mapping Document, Mapping Operating Principles for Impact Management to UNDP's SDG*

El coste de evaluación de la medición de impacto es otra cuestión merecedora de mención, es decir, quién va a pagar por ello. En el caso de los fondos de PE, estos tendrán que gestionar este coste dentro de la comisión de gestión, resultando más complicado que para otros actores, como las fundaciones o actores públicos, acostumbrados a utilizar ayudas y subvenciones para financiar la evaluación de resultados.

En el caso de los fondos, al igual que se encargan de la contabilidad del retorno financiero, están aumentando la cantidad dedicada para la medición del impacto social. Aun así, el problema surge cuando no existen suficientes recursos para contabilizar todo; la tensión se crea en torno a qué se mide y quién lo decide. Es decir, en caso de contar con una subvención para este cometido, pueden existir perspectivas contrapuestas entre qué es aquello que es prioritario medir (Harji & T. Jackson, 2018).

Más allá de la profundización en los distintos tipos de marcos teóricos para la medición de impacto, Boudoux d’Hautefeuille & Hehenberger (2021) ilustran cómo varios de los PE de II más relevantes a nivel europeo incorporan el impacto en sus procesos de gestión, cómo gestionan la responsabilidad del IMM y cómo el impacto incide en las alternativas de inversión. Así, detectan que los modelos de gestión de impacto se podrían agrupar en dos tipos principalmente (desarrollan un tercer *modelo mixto*, que englobaría todos aquellos fondos que se quedan a medio camino en términos de tamaño y de recursos en comparación con estos dos):

i. Modelo basado en la gestión: la persona/equipo encargado de medir y gestionar el impacto apoya al equipo de inversión, armonizando los marcos que utilizan. Se utilizan en fondos de mayor tamaño (por ejemplo, Bridges Fund Management) y reportan directamente al equipo gestor, no a los LPs. No suelen tener relacionados el rendimiento social con los intereses devengados (*carried interest*). Como suelen tener participaciones mayoritarias en las empresas objetivo, fácilmente evitan la desviación de la misión¹⁵ de estas.

Impact Standards for Private Equity Funds & About the SDG Impact Standards, United Nations Development Program.

¹⁵ Desviación de la misión o *mission drift* hace referencia a la posibilidad de que aquella empresa en la que se ha invertido se aleje de su modelo de negocio y, por ende, de su generación de impacto. Cetindamar & Ozkazanc-Pan (2017) analizan en qué medida se da esta como consecuencia de la disparidad entre los medios que utilizan los VC y sus supuestos objetivos. En su estudio, el 50% de los fondos analizados sucumben al mencionado *mission drift*.

ii. *Modelo impulsado por los inversores*: estos fondos suelen ser de menor tamaño y las responsabilidades de medición y gestión de impacto se dividen entre el equipo de inversión. En estos, los LPs tienen poder decisorio en las decisiones importantes y, al contrario que en el anterior modelo, como suelen tener participaciones menores en las empresas invertidas, desarrollan métricas a término como medida preventiva en caso de *mission drift*. Además, las estructuras de intereses devengados están relacionadas con las métricas de impacto, y no siempre se las lleva el equipo de inversión, como es el caso de Phitrust Partenaires, que las derivan a distintas ONGs.

Trayendo a colación el modelo propuesto por Casanovas & Jones (2022), que resaltaba la necesidad de *dar voz* a los beneficiados, entiende que los fondos de impacto son organizaciones intermediarias claves en este campo para abordar los problemas sociales desde la perspectiva correcta. Estos resaltan que la estructura resultante (organizativa o sistémica, *vid Notas 7 y 8*) de los fondos vendrá en parte determinada por el *background* que tengan los miembros que lo formen y su disposición a dar voz a estos *stakeholders*. Por otro lado, también resaltan la oportunidad que tienen los LPs en conformar los requisitos del grado de “participación inclusiva”. Es decir, como la estrategia de inversión se enfoca en base a lo que los LPs buscan, si estos consideran el *dar voz* como requisito indispensable, ayudaría a que la orientación tradicionalmente organizacional de los fondos se moldeara hacia la sistémica.

¿La inversión de impacto obliga a sacrificar parcialmente los retornos financieros? Esta es una de las cuestiones que más interrogantes arroja, sin que existan muchos estudios que enfrenten este tema desde la perspectiva de los inversores de impacto en cuanto al puro retorno financiero y menos su comparativa con los mercados privados tradicionales.

Investigando si los inversores de impacto tienden a aceptar retornos iguales o inferiores al mercado, Gimede, Emiliano & Tridenti (2023) realizan un estudio que engloba inversores de impacto e inversores tradicionales de Capital Privado y Venture Capitals en Reino Unido, en un marco temporal desde 2009 hasta 2020. Una de las conclusiones que extraen, utilizando un modelo de regresión de mínimos cuadrados, es que el rendimiento operativo de métricas tradicionales de retorno de activos (*Return On Assets*, ROA) es mayor en compañías adquiridas por PE y VC tradicionales que aquellos fondos privados de impacto.

Por otra parte, analizando el rendimiento de los fondos de II según la marginalidad (margen EBITDA), un mayor porcentaje de accionariado de estos parece tener un efecto positivo en este margen. Al igual que los fondos tradicionales, los de II también desarrollan mejoras en la eficiencia operativa de la compañía a través de distintos métodos de crecimiento inorgánico u orgánico, a través de mejora de términos con los proveedores, mejor gestión del inventario, reducción de costes o cualquier otra mejora que resulte en un incremento de rentabilidad.

Esto ilustra también que la estrategia de creación de valor económico no difiere en los fondos de II de los tradicionales PE y VC. El margen EBITDA es un elemento clave cuando se están valorando decisiones de inversión; por tanto, los fondos suelen elegir invertir más en las compañías que tienen un potencial más alto para la mejora de estos márgenes. Además, un mayor control de la compañía, en términos de accionariado, puede significar también que se tenga una mayor presencia en el órgano de gestión de la compañía (Gimede, Emiliano, & Tridenti, 2023).

La dinámica del mercado demuestra que la realidad es que muchos negocios fracasan e, inevitablemente, esto sucede también con algunas iniciativas de impacto. Sin embargo, parece que existe reticencia a comentar públicamente estos casos. Con la intención de hacer que estas II crezcan, se puede pecar de la generación de un sesgo hiper optimista a nivel industria si solamente los resultados positivos son los reportados. El entendimiento de la cultura existente es clave para que el analista se dé cuenta de los riesgos y costes de este tipo de inversiones, puesto que los riesgos de “no saber” pueden ser significativos¹⁶ (Harji & T. Jackson, 2018)

Uno de los estudios más novedosos en cuanto a la exposición y rendimiento ajustado al riesgo¹⁷ en torno a los fondos de II es el publicado por Jeffers, Lyu & Posenau (2022). En primer lugar, encuentran que después de ajustar el alto riesgo de mercado de la mayoría de los fondos de capital privado, los retornos son similares entre aquellas inversiones de impacto y aquellas que no lo son.

¹⁶ Los autores traen a colación un ejemplo relativo a la industria de microfinanzas, en un proyecto en la India. Al igual que sucede ahora con la II, la parcela de microfinanzas ha contado con una narrativa muy positiva en cuanto a los préstamos a los “pobres”. En este caso, el fracaso de los individuos que fueron incapaces de repagar las deudas debido a los altos intereses que llevaban consigo (exigidos por las instituciones microfinancieras), tuvo una repercusión altamente negativa, aunque legítima, en el sector mediático, para la cual los actores de esta industria no estuvieron preparados para responder.

¹⁷ Dentro de las medidas de rendimiento, analizan el riesgo que subyace en este tipo de inversiones debido a i) riesgo sistemático, ii) factor público de sostenibilidad y iii) índice de mercados emergentes.

En segundo lugar, encuentran que esta estrategia de inversión de impacto en capital privado tiene menos riesgo de mercado que otras estrategias de mercados privados¹⁸. Al igual que muchas estrategias de capital privado relativas a VC, los fondos de II reportan menores resultados que en el mercado público también (\$0.45 por \$1 invertido). Este estudio ayuda a esclarecer el debate en torno a la supuesta concesión financiera de la que se dotaba a oportunidades de II en comparación con otras inversiones en el mismo mercado.

Aunque la afirmación anterior venga siendo avalada con otros estudios, también existe otra corriente de investigación que muestra cómo los inversores perciben que las inversiones en VC de impacto son menos rentables que otras start-ups tradicionales. Como explica Ye Zhang (2023) en su estudio, sus resultados muestran que la selección de II reduce las expectativas de retorno financiero por parte de los inversores, indicando que son percibidas como menos atractivas. Seguidamente, se analiza si estas percepciones se sostienen o no, encontrando que los VC de impacto, dentro de su muestra, tenían más probabilidad de obtener otra ronda de financiación y que su rendimiento ex post a medio plazo tienen un 0.7% de probabilidad de salidas exitosas.

¹⁸ El *benchmark* utilizado para la comparativa recae en el análisis de fondos de VC. La razón se centra en que es la clase de activo más representativa de los fondos de impacto en general y existe numerosa literatura en torno a sus propiedades de riesgo y retorno.

CAPÍTULO 4: ESCENARIOS

4.1 PANORÁMICA ESPAÑOLA

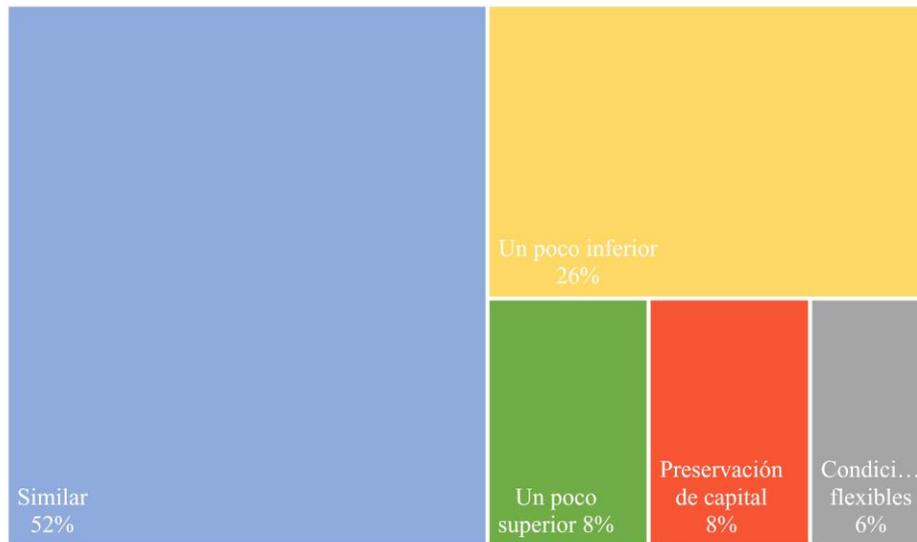
El informe que señalábamos de SpainNAB (2022) explica que identificó 15 fondos de capital privado en España en 2021¹⁹, que suponen un 18% del total y, por tanto, 435.8 millones € en capital gestionado. En total, gestionan a su vez quince tipos de vehículos de inversión. En 2021, los fondos de capital privado suman en España un total de 113.4mn€ en nuevas inversiones. El ejercicio realizado también consistió la segmentación del mercado según cómo los actores identificados clasificaban la **clase de impacto** que los distintos actores buscaban. Destaca observar que son los fondos de capital privado los que ofrecen la clase de impacto más completa como estrategia de inversión con una gran diferencia en comparación con el resto de actores²⁰ en el panorama nacional.

Respecto a la cuestión del retorno financiero esperado de este tipo de inversiones, los fondos españoles reportaron en el mismo informe que se viene comentando (SpainNAB, 2022) el tipo de retorno financiero que buscan con sus inversiones (*vid.* Tabla 5). Acompaña a la teoría explicada supra el hecho de que más de la mitad de estos señalen que esperan retornos similares a los de cualquier otro tipo de inversión, mientras que son los menos aquellos cuyo objetivo financiero está solamente enfocado a la preservación de capital (seguramente estos caerían en la categoría de actores *impact-first*).

¹⁹ El informe más actualizado sobre la cuestión fue publicado en junio 2022, por lo que se estima que la tendencia a observada a nivel europeo y español, en torno al crecimiento y relevancia que están tomando los fondos de capital privado de impacto, haya experimentado un crecimiento exponencial en el último año también.

²⁰ Las fundaciones, por el contrario, focalizan sus estrategias de inversión en la involucración activa y desarrollo de mercados nuevos.

TABLA 5: EXPECTATIVA DE RETORNO FINANCIERO COMPARADO CON TASA DE RETORNO DE MERCADO (AJUSTADA AL RIESGO) EN 2021



Fuente: Elaboración Propia con datos obtenidos de SpainNab (2022)

El **tipo de inversores** de los fondos de capital privado es muy diverso²¹. De estos, los inversores institucionales son los primordiales (casi el 40%). Estos vienen del tradicional mundo del VC o PE y se observa cómo han comenzado a diversificar su cartera de inversiones al reconocer este tipo de inversión como una oportunidad. Por detrás, le siguen los grandes patrimonios y fortunas (31%) y los fondos públicos, si se juntan los nacionales y los europeos, llegan al 20%.

A pesar de que SpainNAB haya reconocido quince fondos de capital privado de impacto, las bases de datos de ImpactYield y Pitchbook reconocen un número menor. La siguiente tabla (*vid.* Tabla 6) muestra los fondos que aparecen en una o en otra de estas bases (puesto que el informe de SpainNAB no proporciona el nombre de los fondos identificados), junto con sus añadas²² correspondientes:

²¹ Dentro del total de capital de impacto gestionado a nivel español, la mayoría proviene de inversores individuales, puesto que sus depósitos constituyen la fuente principal para la banca ética y social (actor que gestiona el mayor volumen de capital)

²² También conocido como “año de cosecha”, la añada es el año en que el fondo inyecta capital por primera vez en una empresa, es decir, cuando realiza la inversión en la compañía. Esto se diferenciada del primer período que se comentaba *supra* de levantamiento de capital, que puede durar más o menos tiempo. Se suele utilizar para comparar los retornos de inversión (TIR/IRR) entre fondos de la misma añada.

Tabla 6: FONDOS DE CAPITAL PRIVADO DE IMPACTO SEGÚN AÑADA

NOMBRE DEL FONDO	VINTAGE / AÑO DE COSECHA
Baring Iberia Private Equity Fund III	2008
Mediterrània Capital I	2008
Global Financial Inclusion Fund	2014
Mediterrània Capital II	2015
Finnovista Fund	2015
Mediterrània Capital III	2018
Creas Impacto	2018
Huruma Fund	2019
Fondo Bolsa Social	2020
Q- Impact	2020
Ship2B	2021
Dunas Absolute Impact	2021

Fuente: Elaboración Propia con datos obtenidos de PitchBook e Impact Yield

Se observa cómo en 2021 se incrementa el número de fondos que baja capital de sus LPs, coincidiendo así con la afirmación del informe de SpainNAB respecto al crecimiento de los fondos de capital privado en nuestro país.

A pesar de que el objetivo de utilizar estas bases de datos era proporcionar una imagen consolidada del panorama español, la realidad demuestra que estas bases de datos a penas contienen datos y, en ocasiones, los filtros aplicados no corresponden con la definición de inversión de impacto que aquí definíamos, por lo que se ha optado por escoger los fondos de capital privado que representen las mejores (o al menos, las más sonadas) prácticas.

De esta forma, se puede analizar cómo se lleva a la práctica la teoría expuesta en el capítulo anterior. Es decir, de los fondos que se expongan, se expondrá la compañía de la cartera que más llame la atención y se comentará brevemente el proyecto.

1.3.1. *Q-Impact*

Esta iniciativa surge de la reorganización llevada a cabo por Qualitas Equity, que nació en 2003 con el fondo Qualitas Venture Capital. De las distintas ramas que tiene (energía, capital privado, fondo de fondos, real estate), la parte de Impacto surge en 2017. El lanzamiento del primer fondo

fue en 2020 y cerraron el período de inversión en 2022, año en el que lanzan también su segundo fondo, habiendo cerrado la primera inversión de este²³.

Q-Impact desarrolla la Teoría del Cambio centrándose en cuatro criterios de inversión específicos: i) inclusión social, ii) desarrollo rural, iii) emisiones y contaminaciones y iv) agotamiento de recursos naturales. Por ejemplo, identifican que, en España, 8 de cada 10 municipios de menos de 5.000 habitantes han perdido población en la última década y que, el 28% de la población vivirá en situación de vulnerabilidad, al depender del sector primario.

Por ello, quieren que su impacto se centre en el aumento de los ingresos de los productores e incrementar la oferta de empleo en el sector primario. Para ello, deciden invertir en CrowdFarming, que se erige como una plataforma digital que vende y distribuye productos sostenibles. Desde su inversión en septiembre de 2021, han incrementado sus ventas en un 25%, los clientes directos se han aumentado en un 22% y las toneladas de orgánico vendidas han crecido un 11%.

Se acogen a las métricas de IMP e IRIS+. Cuentan con un total de 85mn € de activos bajo gestión, de los que han invertido 28mn €. De este fondo me gustaría destacar la sobresaliente medición de sus resultados que realizan. No solamente su vertiente financiera, en la que reflejan un impacto de 5m€ de EBITDA, después de unos ingresos de 52mn€, si no que su medición del impacto es totalmente cuantificable en torno a las métricas de impacto que refieren como antecedentes a la búsqueda de empresas en las que invertir. Además, tal y como se establece en las mejores prácticas y con el objetivo de evitar los *agency problems* que comentábamos, cuentan con una verificación independiente (EQA).

Además, en septiembre de 2022, reciben la calificación de B-Corp. La puntuación que se les otorga la sitúa como la primera gestora de inversión en nuestro país y dentro de las diez mejores gestoras de fondos a nivel mundial. Invierten en proyectos tan diversos que cubren desde la transición ecológica (CrowdFarming), consumo sostenible (INAGROUP Biotech), inclusión social (Talento y Experiencia, Centros Especiales de Empleo) o educación (Linkia FP).

²³ Para profundizar en su portfolio y la evolución del mismo, se ruega consultar el Informe Anual de Impacto (2022) publicado por Q-Impact.

1.3.2. *Creas Impacto*

Creas Impacto cuenta con 2 vehículos de inversión (Creas Desarrolla y Creas Impacto), que suman 30 millones de activos bajo gestión, 20 inversiones y 6 desinversiones. Tiene origen español y el foco de inversiones, en términos geográficos, es tanto a nivel nacional, como a nivel europeo.

Según datos recopilados de Impact Yield, su tasa de retorno esperada es de 7.5%²⁴, por otra parte, se reporta una comisión de gestión del 2.5%, en línea con lo que se comentaba supra. Respecto al *carried interest*, lo sitúan en el 20% y el *hurdle rate* se levanta hasta el 4%.

De las desinversiones que presenta, la que más me ha llamado la atención es “Sadako”, una compañía de inteligencia artificial que buscaba conseguir la implantación de robots de Wall-B en las plantas de tratamiento y reciclaje de residuos. Con esta inversión, contribuían al ODS 12 – Producción y Consumo. El período de inversión en esta empresa fue de 3 años y, en estos, la empresa introdujo más de 50 robots en plantas de tratamiento. Como métricas de impacto, se destaca el ahorro de 10.500 toneladas de Co2 en la atmósfera o la evitación del envío de más de 11.000 toneladas de basura a vertederos.

1.3.3. *Suma Capital*

De Suma Capital, nos decantamos por mostrar los hitos más relevantes del 2022, que son la guinda de una trayectoria extraordinaria. Este fondo es de merecida mención, a pesar de que no viniera reflejado en ninguna de las bases de datos consultadas. Es menester destacarlo puesto que ha ganado la categoría de “Fondos de Inversión de Impacto”, en los premios Real Deals ESG Awards²⁵, en diciembre de 2022. El premio fue recibido gracias al fondo Suma Capital Energy Efficiency Fund I (SCEEF I)²⁶, ya desinvertido, que ha reportado los rendimientos esperados tanto a nivel de impacto como a nivel financiero.

Otros de sus proyectos que van de la mano con los objetivos del plan RePower EU (Comisión Europea) es la planta de biometano de UNUE que instalan junto con Enagás Renovables. Gracias

²⁴ El informe de rentabilidad de Fondos de Capital Privado en España (2023), elaborado por EY y SpainCab, muestra que la tasa de retorno neta de los fondos de capital privado en España desde 2006-2021 es del 11.2%

²⁵ Estos premios buscan homenajear a las firmas de capital privado que mejor materialicen su contribución a los factores ESG. Una de sus 25 categorías lo era esta que mencionábamos, respecto a Fondos de Impacto.

²⁶ Este fondo de inversión cuenta ya con 10 fondos distintos, a través de los que gestiona un total de más de 780mn € en activos bajo gestión.

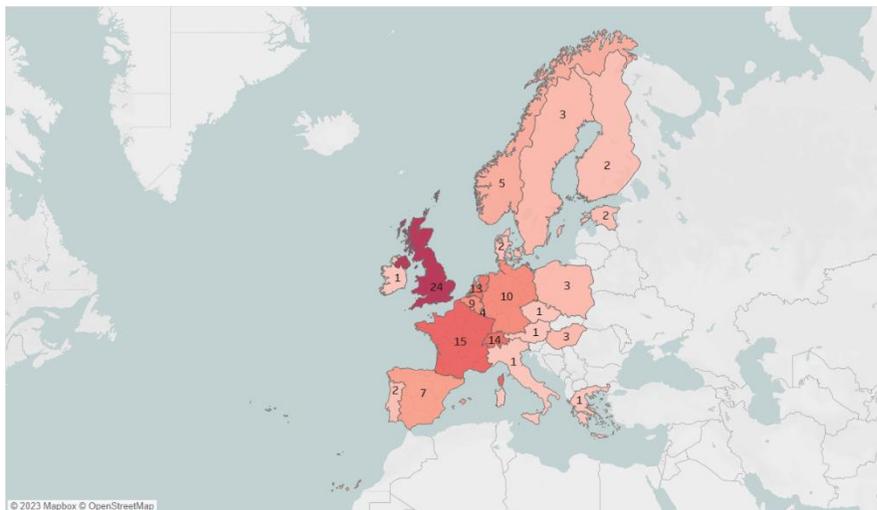
a eta, reciben el premio de la Association of Energy Engineers Spain Chapter (AEE). Además, nuevamente ha recibido la mejor calificación en las categorías: i. Política de inversión y gestión, ii. Capital Privado y iii. Infraestructuras, de los Principios para la Inversión Responsable de Naciones Unidas. Cuentan con tres estrategias de inversión:

- i. SC Infra: promueven la transición energética y la economía circular. Gestionan más de 330m en tres fondos distintos (el primero cerrado en junio de 2015, el segundo en mayo de 2018 y el primer cierre del tercero en mayo de 2022).
- ii. SC Growth: esta estrategia aboga por las empresas pymes (facturación entre 10 y 100m€), que se nutran de digitalización y sostenibilidad. En esta línea, gestionan 320m€.
- iii. SC Ventures: esta estrategia focaliza sus esfuerzos en la búsqueda de empresas comprometidas con tecnologías limpias (CleanTech), energías renovables y descarbonización de la industria.

4.2 PANORÁMICA EUROPEA

El mapa que ofrece la siguiente figura (*vid.* Figura 1) proporciona una panorámica en torno a los gestores de activo de impacto más influyentes, datos recogidos de la plataforma Impact Database.

Figura 1: MAPA DE GESTORES DE ACTIVO DE IMPACTO A NIVEL EUROPEO



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de Impact Database

Para ofrecer la panorámica europea de fondos de inversión de impacto, se ha utilizado la base de datos pública de Impact Yield²⁷. Como se comentaba previamente, a pesar de que existan varias bases de datos respecto a fondos de capital privado de impacto, la realidad es que la mayoría de estas son de pago. Sin embargo, existen otras, como Impact Yield, de acceso público. De los 513 fondos de impacto que contiene, 337 fondos contienen, entre otras estrategias, PE o VC. Para evitar dar una imagen incorrecta, se ha filtrado por los que exclusivamente se dedican al capital privado, aunque tengan focos de inversión distintos (por ejemplo, Growth o Venture Capital).

De esta forma, esta es la imagen a nivel europeo de los fondos de inversión de impacto de capital privado proporcionado con los datos obtenidos de Impact Yield (*vid.* Anexo 1). Estos suman 27 fondos. Recordamos una vez más la limitación de búsqueda para proporcionar una imagen concisa de la realidad actual, por lo que estos números podrían variar si se utilizase otra plataforma. Aun así, consideramos que ofrece una vista más o menos razonable de la presencia a nivel europeo²⁸. Así las cosas, se visualiza el liderazgo de Reino Unido, seguido por Alemania y España en segunda posición, siguiéndoles de cerca Países Bajos.

A pesar de que se reportaban 27 fondos de capital privado a nivel europeo, algunas de las variables no estaban presentes para todos ellos. El siguiente Anexo (*vid.* Anexo 3) muestra los AUM según los fondos con los datos disponibles. Respecto de aquellos 19 que sí las presentan, **Palatine Private Equity Impact Investing Fund** se erige como el mayor gestor, que cuenta con 129.4mn€ en AUM. Este fondo de inversión nace en 2005, cuenta con oficinas en Manchester, Londres y Birmingham, fundado por Gary Tipper, Ed Fazakerley y Tony Dickin.

Por otra parte, **Bridges Ventures** se presenta como el segundo fondo que más AUM gestiona, contando con 125mn€ bajo gestión en su Fund III. Bridges Ventures es uno de los fondos pioneros no solamente en Reino Unido, si no en el panorama internacional por su trayectoria de hace más de 20 años. A pesar de que el fondo de la añada específica a la que hace referencia esta base de datos (Fund III) gestione 125mn de activos, este equipo ha levantado más de 1bn€ a lo largo de

²⁷ Esta base de datos cuenta con 513 fondos y 347 gestores de activos. Puedes filtrar tanto por geografía, por Objetivos Desarrollo Sostenible, por temas de impacto, por clase de activo, por estado del fondo, por añada o por métrica de reporte.

²⁸ Dada su extensión, se muestra en el Anexo 2 la lista que recoge los fondos con sus correspondientes países.

todo su período de actividad. Este fondo fue fundado por Ronald Cohen²⁹, Michele Giddens y Philip Newborough y se pone como modelo a seguir en muchos de los casos de estudio de éxito de fondos de II en general.

Como decíamos previamente, los fondos de impacto contribuyen a la mejora de la legitimidad de la industria de inversión de impacto a través de varias formas. Además de la medición del retorno financiero o el social y/o medioambiental, existen algunos que también contribuyen activamente en la divulgación y mejora de métricas de la industria. Bridges Fund Management es la responsable de la creación del Proyecto de Gestión de Impacto (el proyecto IMP que se explicaba supra), entre los años 2016-2021. Fruto de este trabajo, se lanza la semilla para la creación del Consejo de Normas Internacionales de Sostenibilidad. Es decir, algunos actores tan influyentes como este fondo, tienen la responsabilidad no solamente de cara a los propios fondos de capital privado de impacto, si no de cara a la industria de inversión de impacto en su totalidad.

²⁹ Ronald Cohen es conocido por muchos como el padre de la inversión de impacto. Actualmente, es presidente del Global Steering Group for Impact Investment y cofundador además de Big Society Capital e Impact Withted Accounts (IWA) de la Universidad de Harvard. La iniciativa IWA busca contabilizar y reflejar el rendimiento social, financiero y medioambiental de las inversiones de impacto. Es autor también del libro “Impact: Reshaping Capitalism to drive real change”, éxito de ventas en la temática. Para más información acerca del fondo, consultar: <https://www.bridgesfundmanagement.com/>

CAPÍTULO 5: CONCLUSIONES

Las reflexiones en torno al concepto de inversión de impacto han sido muchas desde el prisma de los fondos de capital privado, en particular, destacamos:

PRIMERA. – La inversión de impacto es una industria con crecimiento exponencial en la última década, no solamente por la oportunidad que representa por hacer frente a los retos más significativos de nuestra sociedad actual, si no por la posibilidad de que, al mismo tiempo que en términos de impacto, otorgue un rendimiento financiero parejo.

En este contexto, los fondos de capital privado se erigen como uno de los actores que más capital gestiona, más crecimiento reporta y responsables de contribuir a construir legitimidad en torno al concepto, gracias en parte a su presencia y consolidación en el mundo financiero. Por otra parte, no se puede perder de vista el riesgo que surge a raíz de que se realicen inversiones en empresas que se alejen de la categorización de II, acercándose erróneamente a algún otro de los conceptos similares, pero distintos (*greenwashing*).

SEGUNDA. – El funcionamiento de un fondo de capital privado de II replica el funcionamiento de los fondos de capital privado tradicionales en muchas de sus aristas (comisión de gestión, tasa crítica e intereses devengados), aunque se observa un incremento en la comisión de gestión, debido a la necesidad de medir también, además del financiero, el retorno en impacto social y/o medioambiental. Además, también se plantea como interrogante la idoneidad o no de establecer incentivos puramente económicos respecto al hecho de alcanzar el objetivo social y/o medioambiental marcado, por los *agency problems* que surgen a raíz de esto.

Respecto a una de las cuestiones más debatidas, es decir, si la inversión en impacto supone el sacrificio de los retornos financieros, existen estudios que enfrentan estas posiciones; aunque las tendencias en los últimos estudios (Zhang , 2023) señalan que, aunque los fondos de II puedan resultar, *a priori*, menos atractivos por los inversores, los retornos financieros obtenidos son similares entre los fondos tradicionales y los de II.

TERCERA. – A pesar de que los fondos de capital privado de II hayan atraído la atención de la comunidad científica y estén a pie de pista como alternativa de inversión, la realidad muestra que no existen bases de datos suficientes que reflejen las características de estos de manera uniforme: existen disparidades entre bases públicas, como Impact Yield y alguna de las privadas,

como Pitchbook. Para que tanto los inversores, como el público al uso, se puedan hacer una imagen realista de lo que estos actores ofrecen y los resultados que reportan, sería conveniente expandir y consolidar el uso y difusión de estas plataformas.

CUARTA. – La última reflexión me gustaría lanzársela al lector, en torno al papel que juega la II en el mundo de la inversión, ¿se considera un nicho que explotar o es el inicio de una transformación del mercado³⁰ en su conjunto? Según quien, las dos vertientes de esta pregunta se utilizan para justificar la inversión y así, nacían las corrientes que mencionábamos como *impact-first* o *financial-first*. Según dijo Séneca: “Ningún viento es favorable para quien no sabe dónde va”. *A contrario sensu*, siento que la motivación y objetivos de los fondos de capital privado, en particular, los de impacto, son tan sólidos, que el camino que están construyendo terminará por asentarse no solamente como alternativa de inversión, si no como opción irrefutable dentro del portfolio de la cartera de un inversor concienciado, no solo en términos puramente económicos.

³⁰ Rescatamos de Patterson et al. (2017) la definición de transformación de mercado sostenible, entendida como el proceso que se acomete cambios estructurales, funcionales, relacionales y cognitivos respecto de los sistemas sociotécnico-ecológicos que derivan en nuevas pautas de interacción y resultados.

Para una mayor profundización sobre esta idea, se recomienda consultar: Holtsag, M., Chevrollier, N. & Nijhof, A., *Impact Investing and Sustainable Market Transformations: the role of Venture Capital Funds* (2021)

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agrawal, A. &. (2021). Impact Investing: Review and Research Agenda. *Journal of Small Businesses and Entrepreneurship*, 33(2), 153-181.
- Bain & Company. (2019). Private Equity Investors Embrace Impact Investing.
- Barnea, A., A. Haugen, R., & W. Senbet, L. (1981). Market Imperfections, Agency Problems and Capital Structure: A review. *Financial Management, Summer, Vol 10, núm. 3*, 7-22.
- Boudoux d'Hautefeuille, L., & Hehenberger, L. (2021). *The Governance of Impact Measurement in European Impact Investing Funds*. ESADE.
- Buckland, L., Hehenberg, L., & Gold, D. (2020). *From Measurement of Impact to Learning for Impact: European Charitable Foundation's Learning Journey*.
- Casanovas, G., & Jones, J. (2022). Who has a seat at the Table in Impact Investing? Addressing INequality by Giving Voice. *Journal of Business Ethics*, 951-969.
- Caseau, C., & Grolleau, G. (2020). Impact Investing: Killing two birds with one stone. *Financial Analysts Journal*, 40-52.
- Cetindamar, D., & Ozkazanc-Pan, B. (2017). Assessing mission drift at venture capital impact investors. *Business Ethics: A Eur Rev*, 257-270.
- EVPA. (2022). *Accelerating Impact: Main takeaways from the first harmonised European impact investment market sizing exercise*.
- Ferrer, F. G. (2007). Fases de desarrollo de un proyecto de Private Equity. *Estrategia Financiera*, 59-63.
- GIIN. (2020). *The state of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition*. Global Impact Investing Network.
- Gimede, G., Emiliano, S., & Tridenti, C. (2023). At the Frontier of Sustainable Finance: Impact Investing and Financial Tradeoff: Evidence from Private Portfolio Companies in the United Kingdom. *Sustainability*, <https://doi.org/10.3390/su15053956>.
- Global Impact Investing Network (GIIN). (2014). *ImpactBase Snapshot, an analysis of +300 impact investing funds*.
- Hand, D., Ringel, B., & Danel, A. (2022). *Sizing the Impact Investing Market: 2022*. New York: The Global Impact Investing Network (GIIN).
- Harji, K., & T. Jackson, E. (2018). Facing Challenges, Building the Field: Improving the Measurement of the Social Impact of Market-based Approaches. *American Journal of Evaluation*, vol. 39(3), 396-401.
- Harry Cendrowski, L. W. (2012). *Private Equity: History, Governance and Operations*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Hehenberger, L., & Harling, A.-M. (2018). Moving Toward "Impact-Adjusted Financial Returns: Closing Remarks. *American Journal of Evaluation*, Vol 39 (3), 408-412.

- Höchstädter, A. K. (2015). What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners. *Journal of Business Ethics* 132, 449-475.
- Hockerts, K., Hehenberger, L., Schaltegger, S., & Farber, V. (2022). Defining and Conceptualizing Impact Investing: Attractive Nuisance or Catalyst? *Journal of Business Ethics*, 937-950.
- IESE Business School. (2015). *La apuesta del impact investing: Invertir contribuyendo a la mejora de la sociedad*.
- Jackson, E. (2012). *Accelerating Impact: Achievements, Challenges and What's Next in Building the Impact Investing Industry*. New York: The Rockefeller Foundation.
- Kralj Novak, P., De Amicis, L., & Mozetic, I. (2018). Impact investing market on Twitter: Influential users and communities. *Applied Network Science* 3 (40).
- Lehner, O., Harrer, T., & Quast, M. (2019). Building Institutional Legitimacy in Impact Investment: Strategies and gaps in financial communication and discourse. *Journal of Applied Accounting Research*, DOI: 10.1108/JAAR-01-2018-0001.
- McKinsey & Company. (marzo 2023). *Private Markets turn down the volume*. McKinsey Global Private Markets Review.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). The Economics of Private Equity Funds. *The Review of Financial Studies*, vol. 23 (6), Recuperado en: doi:10.1093/rfs/hhq020 .
- Migliavacca, M., Patel, R., Paltrinieri, A., & Goodell, J. (2022). Mapping impact investing: A bibliometric analysis. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 81, 101679.
- Morgan, J. (2010). *Impact Investments: An Emerging asset class*. Global Research.
- PHENIX CAPITAL. (2023). *Impact Report, Private Equity Funds at a Glance*.
- Reynir, I. G. (2019). Private Equity 4.0: Using ESG to Create More Value with Less Risk. *Journal of Applied Corporate Finance, Columbia Business School*, 34-42.
- Ruff, K., & Olsen, S. (2018). The Need for Analysts in Social Impact Measurement: How evaluators can help. *American Journal of Evaluation*, Vol. 39 (3), 402-407.
- SDG Impact, UNDP. (2020). *SDG IMPACT STANDARDS Private Equity Funds, Impact Management for Private Equity, Debt and Venture Capital Funds committed to contributing positively to sustainable development and achieving the SDG's*. United Nations Development Program.
- SpainNAB. (2022). *La inversión de impacto en España en 2021*.
- Suddaby, R., Bitektine, A., & Haack, P. (2015). Legitimacy. *Academy of Management Annals*, 451-478.
- Thirion, I., Reichert, P., Xhauflair, V., & De Jonck, J. (2022). From Fiduciary Duty to Impact Fidelity: Managerial Compensation in Impact Investing. *Journal of Business Ethics* .
- Verrinder, N., Zwane, K., Nixon, D., & Vaca, S. (2018). Evaluative tools in Impact Investing: Three case studies on the use of theories of change. *African Evaluation Journal* 6(2), a340, <https://doi.org/10.4102/aej.v6i2.340>.

Zhang , Y. (2023). Impact Investing and the Venture Capital Industry: Experimental Evidence. *Social Science Research Network*.

ANEXOS

ANEXO 1: Objetivos Desarrollo Sostenible

ODS 1	FIN DE LA POBREZA
ODS 2	HAMBRE CERO
ODS 3	SALUD Y BIENESTAR
ODS 4	EDUCACIÓN DE CALIDAD
ODS 5	IGUALDAD DE GÉNERO
ODS 6	AGUA LIMPIA Y SANEAMIENTO
ODS 7	ENERGÍA ASEQUIBLE Y NO CONTAMINANTE
ODS 8	TRABAJO DECENTE Y CRECIMIENTO ECONÓMICO
ODS 9	INDUSTRIA, INNOVACIÓN E INFRAESTRUCTURA
ODS 10	REDUCCIÓN DE LAS DESIGUALDADES
ODS 11	CIUDADES Y COMUNIDADES SOSTENIBLES
ODS 12	PRODUCCIÓN Y CONSUMO RESPONSABLES
ODS 13	ACCIÓN POR EL CLIMA
ODS 14	VIDA SUBMARINA
ODS 15	VIDA DE LOS ECOSISTEMAS TERRESTRES
ODS 16	PAZ, JUSTICIA E INSTITUCIONES SÓLIDAS
ODS 17	ALIANZAS PARA LOGRAR LOS OBJETIVOS

ANEXO 2: Fondos de Inversión de Impacto

FONDO DE INVERSIÓN	PAÍS
Deutsche Bank Impact Investment Fund I	Alemania
Ananda Impact Fund III GmbH & Co KG	Alemania
BonVenture III	Alemania
Cultivian Sandbox Food & Agriculture Fund II, LP	Alemania
Green Gateway Fund (GGF)	Alemania
Mountain Cleantech Fund II	Dinamarca
WHEB Ventures Private Equity Fund 2 LP (formerly Green Growth Fund 1)	Dinamarca
Creas Impacto FESE	España
Dunas absolute impact, FCR	España
Fondo Bolsa Social	España
Ship2B Bsocial impact fund	España
Q-Impact I FESE	España
Epique Occupational Wellness I	Finlandia
Alter Equity3P	Francia
Oltre Venture	Italia
Vivergi Social Impact Fund	Italia
Rubio Social Impact Venture Fund I	Países Bajos
Triodos Organic Growth Fund	Países Bajos
Triodos Renewables Europe Fund	Países Bajos
SIS Ventures Impact First Fund II	Reino Unido
Palatine Private Equity Impact Investing Fund	Reino Unido
Bridges Ventures Fund III LP	Reino Unido
Bethnal Green Ventures LLP	Reino Unido
Nesta Impact Investments 1 LP	Reino Unido
Impact Ventures UK	Reino Unido
Social Enterprise Investment Fund II LP	Reino Unido
Treetops Capital Agribusiness Fund LP	Rumania

ANEXO 3: Capital bajo gestión según fondos de inversión de impacto a nivel europeo

FONDO DE INVERSIÓN	ACTIVOS BAJO GESTIÓN (AUM)
Creas Impacto FESE	30,000,000
Fondo Bolsa Social	22,000,000
Ship2B Bsocial impact fund	40,000,000
Deutsche Bank Impact Investment Fund I	15,600,000
Rubio Social Impact Venture Fund I	36,900,000
Ananda Impact Fund III GmbH & Co KG	57,900,000
Palatine Private Equity Impact Investing Fund	129,400,000
Bridges Ventures Fund III LP	125,000,000
Bethnal Green Ventures LLP	2,100,000
Epiqus Occupational Wellness I	10,000,000
Cultivian Sandbox Food & Agriculture Fund II, LP	150,000,000
Oltre Venture	15,000,000
Nesta Impact Investments 1 LP	25,000,000
Mountain Cleantech Fund II	100,000,000
Impact Ventures UK	35,000,000
Social Enterprise Investment Fund II LP	30,000,000
Vivergi Social Impact Fund	50,000,000
Treetops Capital Agribusiness Fund LP	3,500,000
Green Gateway Fund (GGF)	110,000,000