



Facultad de Ciencias Humanas y Sociales  
Grado en Relaciones Internacionales

Trabajo Fin de Grado

Los Bonos de Impacto:

Situación actual, perspectivas y  
dilemas éticos

Estudiante: **Lucía González Pra**

Director: Prof. Javier Fuertes Pérez

Madrid, abril de 2024

## **RESUMEN**

Los bonos de impacto se han convertido en una herramienta clave para movilizar capital privado hacia la consecución de beneficios sociales y medioambientales, proporcionando a la vez retornos financieros y propiciando la colaboración entre el sector público, el sector privado y las organizaciones no gubernamentales. Sin embargo, este instrumento de financiación de intervenciones sociales y medioambientales no está exento de controversias y dilemas éticos. El objetivo de este trabajo es describir el funcionamiento de la inversión de impacto y su evolución en las últimas décadas, así como analizar las ventajas e inconvenientes de este modelo financiero, prestando especial atención a los problemas éticos que pueden hacer que las intervenciones financiadas con los bonos no alcancen los objetivos deseados. Sobre este último tema se han analizado diversos conflictos éticos que pueden surgir en tres emisiones ya finalizadas de distinta índole. Se concluye que la inversión de impacto ofrece un modelo innovador que contribuye a solucionar algunos de los problemas mencionados. Sin embargo, es necesario que se cumplan una serie de requisitos en su implementación para lograr un impacto real en la sociedad.

## **PALABRAS CLAVE**

Inversión de impacto, bonos de impacto, ODS, responsabilidad social, responsabilidad medioambiental, finanzas sostenibles, finanzas éticas.

## **ABSTRACT**

Impact bonds have become a key tool for mobilizing private capital to achieve social and environmental benefits, while providing financial returns and fostering collaboration between the public sector, the private sector and non-governmental organizations. However, this instrument for financing social and environmental interventions is not without controversy and ethical dilemmas. The aim of this paper is to describe the functioning of impact investment and its evolution over the last decades, analyzing the advantages and disadvantages of this financial model, paying special attention to ethical problems that can cause interventions financed with bonds to fail to achieve the desired objectives. Various ethical conflicts that may arise in three completed bonds of different types have been analyzed. It is concluded that impact investing offers an innovative model that contributes to solving some of the problems mentioned. However, certain requirements must be met in its implementation in order to achieve a real impact on society.

## **KEYWORDS**

Impact investing, impact bonds, SDGs, social responsibility, environmental responsibility, sustainable finance, ethical finance.

## ÍNDICE

LISTADO DE ACRÓNIMOS .....	4
ÍNDICE DE FIGURAS Y TABLAS .....	5
1. INTRODUCCIÓN, FINALIDAD Y MOTIVOS .....	6
a. Introducción al tema y justificación .....	6
b. Objetivos de la investigación y preguntas que se pretenden responder .....	8
c. Metodología empleada y estructura del trabajo .....	9
d. Relación con las teorías de Relaciones Internacionales.....	10
2. MERCADO DE LA INVERSIÓN DE IMPACTO .....	14
a. Concepto y características clave .....	14
b. Inversión de impacto y Objetivos de Desarrollo Sostenible .....	17
c. Evolución histórica .....	22
d. Tamaño del mercado .....	26
e. Agentes involucrados .....	28
3. BONOS DE IMPACTO AL SERVICIO DE LA TRANSFORMACIÓN SOCIAL .....	34
a. Concepto y funcionamiento .....	34
b. Agentes involucrados .....	36
c. Importancia del ecosistema en el éxito de los proyectos.....	39
d. Beneficios y limitaciones de los bonos de impacto .....	40
4. ASPECTOS ÉTICOS EN LOS BONOS DE IMPACTO: ESTUDIO DE CASOS .....	44
a. Experiencias internacionales relevantes y su relación con los ODS .....	44
b. ¿Cómo se mide el éxito de una emisión?.....	48
c. Estudio de casos .....	50
d. Aspectos éticos: planteamiento teórico y aplicación a los casos seleccionados..	52
5. CONCLUSIONES .....	57
BIBLIOGRAFÍA .....	63
ANEXO 1: .....	68

## LISTADO DE ACRÓNIMOS

BIS - Bonos de Impacto Social

BID – Bonos de Impacto en el Desarrollo

ESG - *Environmental, Social & Governance*

GIIN - *Global Impact Investment Network*

IRIS - *Impact Reporting Investment Standards*

ISR - Inversión socialmente responsable

ODM – Objetivos de Desarrollo del Milenio

ODS - Objetivos de Desarrollo Sostenible

ONG – Organización No Gubernamental

ONU - Organización de las Naciones Unidas

PRI - *Principles for Responsible Investment*

RSC - Responsabilidad Social Corporativa

UE - Unión Europea

## ÍNDICE DE FIGURAS Y TABLAS

Figura 1. Relación entre la inversión de impacto y otros tipos de inversiones .....	15
Figura 2. Objetivos de Desarrollo Sostenible .....	20
Figura 3. ODS a los que se dirigen los inversores de impacto.....	22
Figura 4. Línea cronológica inversión de impacto.....	26
Figura 5. Evolución activos bajo gestión en inversiones ESG.....	27
Figura 6. Capital gestionado en inversión de impacto (millones €) en España y tasas de crecimiento 2021-2022 (%) .....	28
Figura 7. Agentes involucrados en la industria de la inversión de impacto .....	29
Figura 8. Origen del capital de impacto en España en 2022.....	31
Figura 9. Distribución de los bonos de impacto por sector de políticas .....	35
Figura 10. Número de bonos emitidos por país.....	36
Figura 11. Agentes involucrados en los bonos de impacto.....	37
Figura 12. Principales países receptores de fondos por emisiones de impacto .....	45
Figura 13. Países líderes por capital recaudado en bonos de impacto (millones de USD) .....	46
Figura 14. Países líderes en número de personas beneficiadas por bonos de impacto (número de personas) .....	46
Figura 15. Distribución de proyectos por políticas .....	47
Figura 16. Distribución por políticas y zonas geográficas .....	47
Figura 17. Principales ODS a los que se dirigen las emisiones completadas .....	48
Tabla 1. Características de las emisiones seleccionadas.....	51
Tabla 2. Métricas de resultados de las emisiones seleccionadas.....	52

## **1. INTRODUCCIÓN, FINALIDAD Y MOTIVOS**

### **a. Introducción al tema y justificación**

En las últimas décadas se ha producido un proceso generalizado de toma de conciencia colectiva sobre las consecuencias que tiene nuestro modelo de desarrollo en el medio ambiente y en la propia sociedad y la consecuente necesidad de transitar hacia un modelo más sostenible. Esta preocupación ha sido el germen de iniciativas de carácter internacional como la Agenda 2030 y los ODS, que requieren de la colaboración de entidades públicas y privadas para conseguir las metas que se plantean.

En respuesta a estos desafíos, en 2023 la ONU hizo un llamamiento enfatizando la necesidad de una reforma de la arquitectura financiera internacional. El llamamiento ponía sobre la mesa una preocupante falta de progreso en la consecución de los ODS, exacerbada por una significativa brecha de inversión. Los recursos gubernamentales y filantrópicos han demostrado ser insuficientes para sostener los programas de desarrollo internacional. Esta situación se ha visto agravada por las recientes crisis internacionales de naturaleza sanitaria, climática, geopolítica y militar, subrayando la necesidad de una cooperación multidimensional entre entidades públicas y privadas, tanto de países desarrollados como de aquellos en vías de desarrollo.

Este escenario ha provocado un cambio en la mentalidad de los inversores, que empiezan a valorar de forma muy positiva que los activos que mantienen en su cartera generen impacto positivo en la sociedad y en el medioambiente, además de un rendimiento financiero. La relevancia de este enfoque se ve enfatizada por las palabras del Papa Francisco en la conferencia del Vaticano sobre inversión de impacto en junio de 2014, donde afirmó: “es urgente que los gobiernos de todo el mundo se comprometan a desarrollar un marco internacional capaz de promover un mercado de inversiones de alto impacto, y así combatir una economía que excluye y descarta”.

La inversión de impacto se presenta como una respuesta innovadora ante estos desafíos, enmarcándose en un esfuerzo mayor por alinear las prácticas financieras con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) y ofreciendo una solución a la necesidad de promover un desarrollo sostenible a escala global. Teniendo en cuenta crecimiento

experimentado por la inversión de impacto en las últimas décadas y la relevancia que ha adquirido como instrumento de cooperación y desarrollo en el ámbito internacional, considero que esta investigación académica es oportuna y pertinente.

Elegí hacer el Grado en ADE con Relaciones Internacionales porque me interesa la actividad que desarrollan las empresas, pero también como interactúa la empresa con su entorno, nacional e internacional. Considero muy positivo el auge que ha experimentado la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) en las últimas décadas y que el aumento del valor para los accionistas haya dejado de ser el único objetivo de los equipos de dirección. Por otro lado, siempre me han interesado las actividades realizadas por las Organizaciones No Gubernamentales (ONG), Fundaciones y demás organizaciones que trabajan por los segmentos más desfavorecidos de la sociedad: he colaborado con varias de carácter local en mi etapa escolar y actualmente lo sigo haciendo en el ámbito internacional.

Mi Trabajo de Fin de Grado presentado en la Universidad Pontificia de Comillas, se basa en el análisis profundo del mercado de la inversión de impacto y, específicamente, los bonos de impacto. Este enfoque responde no solo a mi aspiración personal de contribuir a generar un impacto positivo en la sociedad, sino que también va en consonancia con los valores promovidos por la Universidad Pontificia de Comillas y su dedicación a formar individuos que aspiren a ser los mejores para el mundo.

Elegí hacer mi trabajo sobre los bonos de impacto porque me parecía que eran una forma de aportar aspectos positivos de las finanzas a la lucha contra la desigualdad, y en definitiva para contribuir a la transición hacia una sociedad más justa. Sin embargo, también había escuchado a quienes critican determinados aspectos negativos de este instrumento financiero, concretamente los referidos a aspectos éticos que hacen que el objetivo del proyecto financiado no sea el deseado. Por todo ello, decidí estudiar el funcionamiento de los bonos de impacto de la forma más objetiva posible, tratando de poner en evidencia tanto sus aspectos positivos como los negativos, con el objetivo final de señalar los requisitos que deben de cumplir las emisiones para que las actividades financiadas contribuyan a esa transformación social real.

## **b. Objetivos de la investigación y preguntas que se pretenden responder**

El objetivo principal de esta investigación es determinar los requisitos que deben reunir las emisiones de bonos de impacto para que puedan ser considerados instrumentos clave para la transformación de la sociedad, al canalizar fondos hacia actividades que persiguen objetivos medioambientales y sociales, especialmente en los países más desfavorecidos. En concreto, los objetivos que guiarán la investigación son los siguientes:

1. Analizar el mercado de la inversión de impacto y los bonos de impacto: se pretende proporcionar una panorámica completa de la inversión de impacto, entendiendo su funcionamiento, los agentes involucrados y la situación actual del mercado a nivel internacional. Se analizarán con un mayor nivel de detalle los bonos de impacto como instrumentos de inversión de impacto destinados a cambiar el panorama financiero internacional.
2. Evaluar la contribución de los bonos de impacto a la transformación social: se investigará cómo estos bonos desempeñan un papel relevante en la promoción de la transformación social y cómo contribuyen a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) establecidos por las Naciones Unidas, destacando las áreas de mayor relevancia. Dentro de este objetivo nos detendremos en el análisis de los beneficios y limitaciones de estas emisiones, es decir, en qué medida la utilización de esta herramienta financiera contribuye o perjudica el logro del objetivo de la intervención.
3. Examinar los aspectos éticos en torno a los bonos de impacto: de entre el conjunto de emisiones realizadas y finalizadas en el ámbito internacional, escogeremos tres con el objetivo de poner de manifiesto qué características de esas emisiones pueden suponer un desvío del objetivo de la intervención y por lo tanto pueden hacer que sean cuestionadas desde un punto de vista ético. ¿Se producen efectos no deseados por el hecho de financiar las intervenciones mediante bonos de impacto?



### c. Metodología empleada y estructura del trabajo

El enfoque general que sigue la investigación es deductivo, ya que busca analizar el mercado de la inversión de impacto y los bonos de impacto y, apoyándose en el estudio de tres emisiones seleccionadas, extraer conclusiones de tipo cualitativo y cuantitativo, aunque el mayor peso caerá sobre las primeras. Este enfoque ofrece como ventaja alcanzar una mayor flexibilidad en la investigación, permitiendo analizar el contexto de las intervenciones y explicar aspectos que generalmente no se alinean con los estudios meramente cuantitativos.

Para cumplir con los objetivos del trabajo expuestos en el subepígrafe anterior se ha recurrido a diversas fuentes de información secundarias. En primer lugar, se ha realizado una revisión bibliográfica exhaustiva de la literatura existente sobre el sector de la inversión de impacto y los bonos de impacto. Para comprender el alcance de investigaciones previas se han extraído artículos científicos primordialmente de las bases de datos *WOS*, *Scopus*, *Dialnet* y *Google Scholar*. Adicionalmente, se han consultado las páginas webs de entidades líderes en el sector, entre ellas la GIIN y la Fundación Rockefeller, así como las páginas web y las redes sociales de los otros agentes y organismos internacionales involucrados en el tema objeto de estudio.

A pesar de que este instrumento es relativamente nuevo e innovador, y que existen varios estudios que evalúan su efectividad, su reciente aparición también implica ciertas limitaciones de cara a su análisis. Dado que estos productos están diseñados para tener un impacto a largo plazo, aún no se han recopilado suficientes resultados concretos de la mayoría de los proyectos. Para obtener la mayor cantidad de información posible sobre las emisiones de bonos de impacto completadas hasta la actualidad, se ha consultado la base de datos *Government Outcomes Lab* de la Escuela de Gobierno Blavatnik de la Universidad de Oxford. Los datos cuantitativos obtenidos de esta plataforma han hecho posible extraer conclusiones sobre el estado actual del mercado de bonos de impacto.

Para llevar a cabo el estudio de casos se han seleccionado tres emisiones específicas: *Village Enterprise*, *Educate Girls* y *Colombia Workforce*, debido a su relevancia en términos de volumen emitido y número de beneficiarios. Esta elección se ha realizado

intencionalmente para cubrir diversas áreas críticas que incluyen la desigualdad económica y reducción de la pobreza, educación y empoderamiento de la mujer, y la inserción laboral de personas en situación de vulnerabilidad. A través de la información publicada sobre estas emisiones en la base de datos *Government Outcomes Lab*, se han analizado los elementos que podrían perjudicar los objetivos de estas emisiones, alterando su carácter transformador en la promoción de la equidad en la distribución de la riqueza, la lucha por la justicia social y la sostenibilidad a nivel ético.

La asistencia a una conferencia en la Universidad Pontificia de Comillas sobre las inversiones de impacto y las finanzas inclusivas en América Latina, y la visualización del documental *The Invisible Heart* (2018), en el cual se plantean los desafíos éticos asociados con la incorporación de incentivos económicos en la prestación de servicios sociales, despertaron mi interés y motivaron mi decisión de querer aportar una voz crítica al debate de los bonos de impacto.

#### **d. Relación con las teorías de Relaciones Internacionales**

Las Relaciones Internacionales como disciplina surgen en 1919 con el Tratado de Versalles al terminar la Primera Guerra Mundial, con la creación de la primera Cátedra de Relaciones Internacionales en la Universidad de Gales. Las Relaciones Internacionales se pueden definir como el campo de estudio que examina el amplio espectro de interacciones y relaciones que transcurren en el sistema global, tanto de carácter político como económico, jurídico y cultural. Esta disciplina analiza el papel los Estados, las organizaciones internacionales, las ONG, las empresas multinacionales, los individuos y otros actores que conforman la sociedad internacional (Ayllón, 2007).

Los paradigmas son premisas y métodos de investigación que los académicos adoptan al estudiar una ciencia, con el objetivo de imponer orden y coherencia a una variedad de hechos. En el ámbito de las Relaciones Internacionales existen múltiples enfoques que explican la realidad internacional desde puntos de vista distintos. Siguiendo a Kuhn, la coexistencia de múltiples paradigmas favorece el avance, ya que genera debates y discusiones críticas sobre cómo explicar un mismo acontecimiento (Ortega, 2003).

Los principales paradigmas de las Relaciones Internacionales han evolucionado en respuesta a los procesos de cambio de en el entorno internacional y la necesidad de interpretarlos para resolver desafíos globales, perdiendo así algunas características del pasado e introduciendo otras nuevas. Por ello resulta importante contextualizar y analizar los distintos conceptos a partir de los cuáles se originaron para comprender las características que definen a estas teorías en la actualidad. Una vez realizada esa primera aproximación, podremos explorar la perspectiva de cada sobre la inversión de impacto.

El primer gran debate entre distintas corrientes de pensamiento en las relaciones internacionales lo protagonizan el liberalismo y el realismo. Ambas se basan en la premisa estatocéntrica de que el Estado es el principal actor en el sistema internacional, argumentando que la ausencia de un poder central que gobierne en el ámbito internacional tiene como consecuencia lo que se conoce como anarquía internacional, pero difieren en el modo de actuación ante esta estructura (Jiménez, 2003).

Desde la perspectiva realista, los principales imperativos de cualquier estado son su supervivencia y seguridad nacional, y estas prioridades determinan su conducta en las relaciones internacionales, incluyendo la ayuda que proporciona a otros países. El realismo se centra en el conflicto para estudiar la preocupación de los Estados por maximizar su poder y defender sus intereses en el sistema anárquico. Según los realistas, el conflicto y la anarquía son inherentes al sistema internacional (Morgenthau, 1973).

Para el realismo, la cooperación internacional y la ayuda externa están motivadas por el afán de obtener influencia política, reconocimiento internacional, beneficios geoestratégicos y otras ventajas que favorecen el fortalecimiento y la seguridad del estado. Según esta visión, los aspectos éticos en las políticas de ayuda internacional quedan relegados frente al objetivo primordial del interés nacional. Por ese motivo el paradigma realista, centrado también en la preeminencia del estado sobre otros actores como las organizaciones internacionales y las ONG, resulta insuficiente para explicar fenómenos como la inversión de impacto.

La perspectiva liberalista institucional por su parte defiende que, a pesar de la anarquía que rige en la esfera internacional, es posible la cooperación entre actores y el establecimiento de un orden mundial basado en la ley y la gobernabilidad global. Esta teoría argumenta que los intereses y las acciones de los estados no están predestinados exclusivamente hacia el conflicto, sino que pueden estar orientados hacia la cooperación y el beneficio compartido. Ante las ganancias relativas priorizadas por los realistas (noción de “suma cero”), los liberalistas se fijan en las ganancias absolutas de los estados que les conducen a optar de forma racional por la cooperación (“suma positiva”) (Keohane, 2002).

Los teóricos subrayan la importancia de las instituciones en la facilitación de la cooperación entre estados. Estas instituciones proporcionan marcos para la interacción que reduce la incertidumbre, fomenta la confianza y facilita la cooperación en una variedad de temas, incluyendo el comercio, la seguridad y la protección del medio ambiente. El autor Joseph Nye se refiere también a la capacidad de influencia de unos estados sobre otros a través de su cultura, valores y políticas, concepto al que denomina *soft power* (Moravcsik, 1997).

En este sentido, la inversión de impacto es un reflejo de la creencia liberal en el progreso y la capacidad de las sociedades para mejorar a través de la cooperación. El liberalismo institucional ofrece una justificación teórica y práctica para el crecimiento de las inversiones que buscan producir resultados positivos a nivel global. Este tipo de inversión también puede reforzar la interdependencia económica de manera que no solo sea beneficiosa en términos financieros, sino que también fortalezca los lazos sociales y políticos entre los actores de la sociedad internacional. Además, las instituciones internacionales desempeñan un papel crítico al establecer normas y estándares que guíen la implementación de este tipo de proyectos y aseguren que se traduzcan en cambios significativos y medibles.

Más allá del tradicionalismo, que incluye el realismo y liberalismo en todas sus formas, el constructivismo argumenta que la realidad de las relaciones internacionales es socialmente construida. Según los constructivistas, los actores internacionales definen sus intereses e identidades a través de las estructuras que conforman el sistema

internacional, es decir, a través de las normas, valores culturales e ideas compartidas. (Guzzini & Leander, 2006).

De este modo, las normas valores culturales e ideas compartidas tienen un papel fundamental en la configuración de las políticas internacionales, influenciando cómo los estados interactúan entre sí. Estas normas y valores no son estáticos: son creados, mantenidos y modificados a través de la interacción social. Por ese motivo, el constructivismo considera que las relaciones internacionales son moldeadas por percepciones y creencias colectivas, recalcando las posibilidades de transformación del sistema basándose en el poder de los estados para perfilar esta anarquía (Pauselli, 2013).

El constructivismo podría interpretar la inversión de impacto como un ejemplo de cómo los desafíos actuales a nivel global llevan a los actores económicos a internalizar nuevas normas y códigos de conducta. A medida que estas nuevas normas se consolidan y difundan, se espera que promuevan prácticas más éticas y sostenibles en el ámbito internacional, lo que podría llevar a una transformación significativa de las estrategias de inversión y desarrollo. Por tanto, la inversión de impacto puede verse como una manifestación de un cambio normativo más amplio que está en curso en la sociedad internacional, impulsado por la interacción social, la reflexión crítica y el diálogo continuo entre una amplia gama de actores.

## **2. MERCADO DE LA INVERSIÓN DE IMPACTO**

Para que una inversión se considere de impacto debe estar vinculada con la consecución de objetivos sociales o medioambientales, generalmente medibles a través de su contribución a los ODS. En los epígrafes que aparecen a continuación analizaremos los requisitos que deben cumplirse para que se pueda hablar de inversión de impacto, su relación con los ODS, el tamaño y evolución de este mercado y los agentes que intervienen.

### **a. Concepto y características clave**

De acuerdo con The Global Impact Investing Network (GIIN), una de las principales organizaciones dedicadas a acelerar el desarrollo y la efectividad de la industria, la inversión de impacto es la “realizada con la intención de generar un impacto social y medioambiental positivo y medible junto con un rendimiento financiero”. Este tipo de inversiones pueden realizarse tanto en mercados emergentes como en mercados desarrollados (2023a).

Los inversores pueden incorporar el impacto a una amplia gama de activos (renta fija, capital riesgo, capital privado, etc.), y pueden enfocarse en sectores diversos, como la agricultura sostenible, las energías renovables, la conservación, la microfinanciación y los servicios básicos asequibles y accesibles, como la vivienda, la sanidad y la educación. Siguiendo a GIIN, las inversiones de impacto deben cumplir unas características básicas, que son precisamente las que diferencian la inversión de impacto de otros tipos de inversión y que tratan de garantizar la mayor probabilidad posible de lograr impactos positivos, sirviendo también de guía para evaluar la credibilidad y la calidad de las prácticas de un posible socio inversor (2023b).

- La primera característica es la intencionalidad. Siendo este el principal rasgo que diferencia la inversión de impacto de otras estrategias de inversión que no contribuyen a fines sociales y medioambientales.
- La segunda diferencia hace referencia a la obtención de un rendimiento financiero. El rendimiento de capital generado por la inversión de impacto puede situarse entre una tasa inferior al de mercado y un tipo de mercado ajustado al riesgo.

- La tercera característica está relacionada con la necesidad de fijar unos objetivos claros, y establecer una estrategia correcta para alcanzarlos. En primer lugar, se deben identificar los objetivos sociales o ambientales que la inversión pretende alcanzar. A continuación, se diseña la estrategia de inversión para abordar las necesidades identificadas, analizando posibles riesgos o impactos negativos y planes para mitigarlos. Por último, es importante la creación de indicadores cualitativos y cuantitativos para, a lo largo del proceso, evaluar el rendimiento alcanzado frente a los objetivos iniciales, realizando continuamente un análisis de impacto (GIIN, 2023b). En otras palabras, los retornos de impacto esperados se definen a priori y se cuantifican ex post (Yasar, 2021).
- La cuarta característica destaca la transparencia como la principal forma de conseguir que las inversiones de impacto se realicen de manera efectiva, y así contribuir al crecimiento del sector. La transparencia lleva aparejada el compromiso de seguir enfoques y estándares a la hora de describir los objetivos - tanto financieros como de impacto-, las estrategias y los resultados (GIIN, 2023b).

Una vez definida la inversión de impacto, resulta conveniente comparar y aclarar las diferencias que la separan de otro tipo de iniciativas con las que es frecuente confundirla: filantropía tradicional, *Venture philanthropy*, Inversión Socialmente Responsable (ISR) e Inversión tradicional. En la Figura 1 se clasifican estas propuestas según su capacidad de generar valor económico y social. Se puede observar cómo la inversión de impacto, al buscar esa creación de valor combinado y tratar de obtener beneficios sociales o ambientales y rendimientos financieros, se encuentra en un punto medio entre la inversión y la filantropía tradicional.

Figura 1. Relación entre la inversión de impacto y otros tipos de inversiones



Fuente: IESE, en una adaptación de European Venture Philanthropy Association (2015)

En el lado opuesto a la inversión tradicional, la filantropía tradicional se basa en el aporte de capital sin perseguir ningún rendimiento financiero, ni siquiera la recuperación del capital invertido. Su único propósito es generar un impacto positivo en el ámbito social o ambiental. Estas donaciones pueden dirigirse a una labor social específica o a programas de desarrollo social llevados a cabo por empresas privadas o entidades públicas. Suele estar sujeta a ciertas condiciones para asegurar que los recursos se asignen a la causa social, evitando la interferencia de intereses particulares.

A medio camino entre la inversión de impacto y la filantropía tradicional se encuentra la filantropía de riesgo (*venture philanthropy* en inglés). Dentro de este concepto se incluyen dos alternativas o estrategias. La primera es la inversión en capital a través de donaciones (*grant funding*), a través de las cuales únicamente se pretende generar impacto, sin necesidad de alcanzar un retorno financiero. La segunda es la inversión social (*social investment*), que considera la posibilidad de reembolsar total o parcialmente la inversión, e incluso obtener ciertos rendimientos financieros, siempre que se hayan logrado alcanzar los objetivos sociales establecidos (Fontrodona *et al.*, 2015).

Entre la inversión de impacto y la inversión tradicional se posiciona la ISR. El objetivo de esta estrategia de inversión sigue siendo generar beneficios para los accionistas, sin embargo, se introducen criterios ambientales, sociales, y de buen gobierno (ESG del inglés *Environmental, Social and Governance*) en el proceso de análisis y selección de valores de una cartera de inversión (Hehenberger *et al.*, 2019). Con esta distinción se busca minimizar el impacto negativo de la inversión a través de la exclusión de empresas que no cumplen ciertos criterios. Este matiz resulta fundamental para diferenciar la ISR de la inversión de impacto: el objetivo fundamental de la primera es reducir el impacto negativo mientras que la segunda da un paso más al pretender la generación de un impacto positivo.

Por último, la Inversión tradicional se enfoca exclusivamente en el rendimiento financiero, buscando resultados positivos y maximizar las ganancias, sin evaluar el impacto en la sociedad. Este tipo de inversión suele dirigirse a empresas tradicionales cuyo objetivo principal es generar dividendos para propietarios y accionistas. Aunque las empresas pueden realizar labores sociales, como donaciones o programas de RSC, estas no son consideradas como parte integral del modelo de negocio de la empresa.



## **b. Inversión de impacto y Objetivos de Desarrollo Sostenible**

En las últimas décadas se ha generado un despertar y una toma de conciencia a nivel global sobre las consecuencias que tiene el desarrollo humano sobre medio ambiente. La preocupación sobre temas como el cambio climático, la escasez de recursos y la desigualdad ha supuesto el nacimiento de numerosas organizaciones e iniciativas que tratan de abordar estos nuevos desafíos y aspiran a alcanzar un equilibrio entre el progreso humano y la preservación del entorno.

El debate en torno al crecimiento económico ilimitado y las repercusiones que puede tener en el medio ambiente y en la sociedad no es nuevo. Hans Jonas en su obra «Principio de Responsabilidad» (1979) critica las limitaciones de la ética moderna centrada en el individuo (representada principalmente por el imperativo categórico kantiano), que presupone un marco de interacciones humanas que no se extiende más allá de relaciones entre contemporáneos, descuidando la responsabilidad hacia futuras generaciones.

Jonas argumenta que el enfoque de Kant, centrado en el interés propio como principio único y esencial de deliberación ética, es insuficiente en un mundo donde las acciones humanas tienen consecuencias profundas y duraderas. El enfoque de Jonas aboga por una ampliación del concepto de responsabilidad moral, al proponer que la ética debe ir más allá e incorporar la sostenibilidad medioambiental y el cuidado de la casa común. De este modo, una decisión que beneficie a las personas, pero perjudique al medio ambiente no sería considerada ética (Rosales, 2004).

La Organización de las Naciones Unidas (ONU) acuña por primera vez de manera oficial el término “desarrollo sostenible” en 1987 en el Informe «Nuestro futuro común», también conocido como Informe «Brundtland» de la Comisión Mundial sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo. En dicho informe, se define el desarrollo sostenible como “la satisfacción de las necesidades de la generación presente sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras para satisfacer sus propias necesidades”. En este marco inicial, aunque el enfoque estaba fuertemente inclinado hacia la dimensión ambiental, ya proporciona las bases para considerar el desarrollo sostenible de manera integrada, desde la perspectiva medioambiental, social, económica y de buen gobierno (ONU, s.f.).

En las tres últimas décadas el desarrollo sostenible ha pasado de ser un concepto teórico a ser adoptado como una hoja de ruta tanto por los gobiernos como por las empresas. Los siguientes hitos marcan el desarrollo normativo en materia de sostenibilidad:

- La década de 1990 puso de manifiesto la necesidad de definir objetivos claros y metas medibles, dando paso a una nueva era en la cooperación al desarrollo. En 1992, se realizó la Cumbre de la Tierra en Río de Janeiro, donde 178 países discutieron los medios para llevar a la práctica el desarrollo sostenible, dando vida a la Agenda 21 y al Protocolo de Kyoto.
- En el año 2000, los líderes de 189 países firmaron en la sede de la ONU la Declaración del Milenio, por la que se comprometían a alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM). Se trata de ocho objetivos cuantificables centrados principalmente en reducir la pobreza extrema, mejorar la salud, la educación y la igualdad de género, y abordar la degradación ambiental. Su enfoque era más limitado, centrándose en países en desarrollo, ya que se consideraba que eran los más afectados por estos grandes problemas, teniendo a su vez mayores dificultades para superarlos sin ayuda externa.
- En 2015, se aprobaron los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) que conformaron la Agenda 2030 de las Naciones Unidas para el Desarrollo Sostenible. Los ODS ampliaron el alcance de los ODM, al abordar una gama más extensa de objetivos e involucrar a todos los países (desarrollados y en vías de desarrollo), enfatizando la importancia de una acción conjunta frente a los desafíos globales del desarrollo sostenible, y recalando que incluso los países desarrollados tienen trabajo por hacer. Esto refleja el creciente reconocimiento de que el desarrollo no es simplemente un fenómeno que tiene lugar en el Sur Global, sino que se trata de un conjunto complejo de relaciones que se produce en múltiples niveles y dimensiones (cultural, política, social, medioambiental, económica).
- En 2016, se firmó el Acuerdo de París sobre el cambio climático, en el que se acordó limitar el aumento de la temperatura global en este siglo a 2°C con respecto a los niveles preindustriales (se considera como referencia de los niveles

preindustriales el año 1990), fijándose como objetivo adicional que este aumento no supere 1,5°C. En la actualidad 194 partes (193 países más la UE) han firmado el Acuerdo de París.

Desde su creación en la 70ª Asamblea General de las Naciones Unidas, los ODS constituyen una referencia para evaluar el grado de cumplimiento de los gobiernos y de las empresas en materia de sostenibilidad. La Agenda 2030 incluye 17 Objetivos con 169 metas integradas e indivisibles que abarcan las distintas dimensiones del desarrollo sostenible: la esfera económica, paz y seguridad, social y ambiental. Esta iniciativa representa el plan de acción más ambicioso y de mayor alcance para promover el desarrollo próspero a nivel mundial. Además, con este cambio de enfoque los estados dejan de ser los actores principales en la consecución de los objetivos, adquiriendo un rol fundamental los organismos internacionales, las ONG, la sociedad civil y el sector privado. Este cambio respecto a los ODM refleja un entendimiento más holístico de desarrollo sostenible, reconociendo que los desafíos están interconectados y requieren la colaboración de todos los sectores de la sociedad (ONU, 2015).

Aunque la Agenda implica un compromiso global y compartido, se admite que cada país enfrenta desafíos específicos en su camino hacia el desarrollo sostenible, por lo que el texto aprobado por la Asamblea General subraya que los Estados conservan plena soberanía sobre sus recursos y actividad económica, y cada uno determinará sus metas nacionales en consonancia con los ODS. Como se muestra la Figura 2, estos objetivos no solo abordan la erradicación de la pobreza, también incluyen metas fundamentales como la eliminación del hambre, la garantía de la seguridad alimentaria, la promoción de la igualdad de género, el aseguramiento del acceso al agua y la energía, la estimulación de un crecimiento económico sostenible, la adopción de medidas urgentes contra el cambio climático, y la promoción de la paz y el acceso equitativo a la justicia.

Figura 2. Objetivos de Desarrollo Sostenible



Fuente: ONU, 2015.

Sin embargo, de acuerdo con la ONU los esfuerzos mundiales realizados hasta 2023 han sido insuficientes y el progreso hacia el logro de los ODS está muy por debajo de las expectativas. Para más de la mitad de los ODS, los avances se han producido de forma desigual y endeble. En algunos casos concretos, incluida la lucha contra la pobreza, el hambre y el cambio climático, incluso se han producido retrocesos (ONU, 2023).

Las devastadoras repercusiones de la pandemia del COVID-19, junto con la crisis climática se han agravado por la invasión rusa de Ucrania, que ha provocado un aumento de los precios de los alimentos y la energía, así como del costo de la financiación. Este escenario refleja cómo los incidentes geopolíticos y los desafíos globales se entrelazan, exacerbando problemas críticos para la humanidad como son la salud y la seguridad, que trascienden las fronteras nacionales y requieren soluciones coordinadas.

La ONU destaca que la falta de progreso es universal, pero son los países en desarrollo los que sufren los mayores efectos de estos desafíos globales sin precedentes, ya que los países desarrollados han podido respaldar el crecimiento de sus economías mediante la implementación de políticas fiscales y monetarias expansivas. En su informe de 2023, la ONU hace un llamamiento especial para la reforma de la arquitectura financiera

internacional. Destaca, entre otras medidas, la necesidad de que la comunidad internacional respalde su propuesta de estimular el logro de los ODS mediante el aumento de la financiación para el desarrollo. De este modo se lograría reducir la brecha anual de inversión en ODS, que en 2021 alcanzó los 4,5 billones de dólares debido al COVID-19 (Singhania & Swami, 2023).

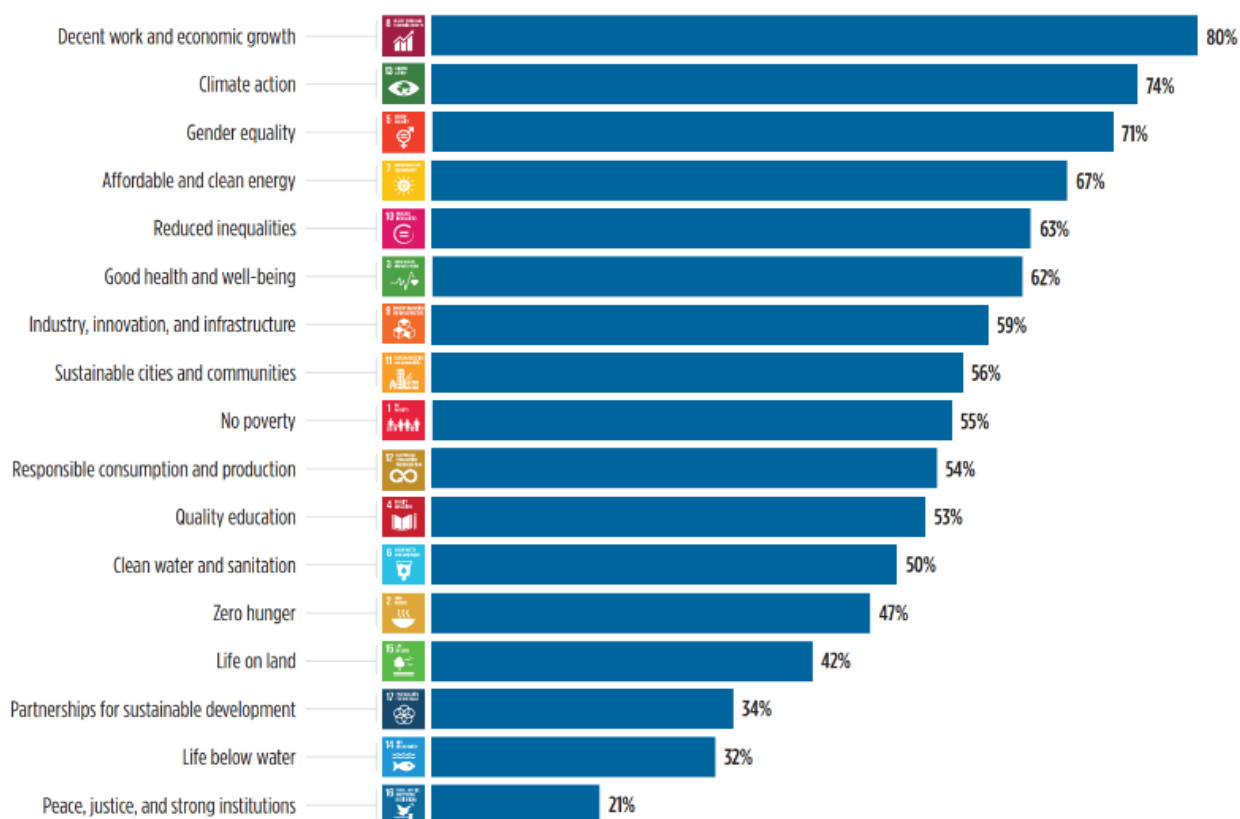
Esta insuficiente inversión pone de manifiesto la necesidad de una mayor movilización de la financiación privada, ya que los recursos gubernamentales y filantrópicos no son suficientes (Islam & Rahman, 2023). Para alcanzar esas metas globales, la inversión de impacto se presenta como una herramienta prometedora. Su potencial radica en centrarse en generar impacto al abordar problemas globales y en invertir en empresas micro, pequeñas y medianas, cuyo crecimiento está estrechamente vinculado al cumplimiento de los ODS (Islam, 2022).

Los tres elementos fundamentales de la inversión de impacto, rentabilidad, riesgo e impacto, se configuran como pilares para promover un desarrollo social sostenible. Un número creciente de organizaciones, inversores y emprendedores sociales adopta estos criterios, formando una comunidad con el objetivo común de generar soluciones innovadoras con un impacto medible. Resulta crucial comprender que estos esfuerzos no pueden realizarse de manera aislada, se requiere una colaboración eficiente de las capacidades financieras, intelectuales y de gestión de los agentes públicos y privados para lograr un impacto significativo y sostenible (PwC, 2021).

De acuerdo con GIIN, dentro de la variedad de temas que pueden abarcar los inversores para lograr sus objetivos de impacto, en 2022 un 96% apuntaba a al menos uno de los ODS de las Naciones Unidas. Como muestra la Figura 3, los temas en los que los inversores prefieren centrar sus recursos para alcanzar un impacto son: Trabajo decente y crecimiento económico (ODS 8), Acción por el clima (ODS 13) y Energía asequible y no contaminante (ODS 7) (Hand *et al.*, 2023a).

Figura 3. ODS a los que se dirigen los inversores de impacto

n = 297



Note: Respondents could select multiple SDGs.

Fuente: Hand *et al.*, 2023a.

### c. Evolución histórica

El concepto de inversión se ha asociado tradicionalmente con la obtención de rendimientos económicos, mientras que la tarea de resolver problemas sociales y medioambientales ha sido responsabilidad de organizaciones benéficas, gobiernos o a través de actos de filantropía. En las últimas décadas, ha habido un cambio hacia la consideración de factores no financieros en las decisiones de inversión.

Las inversiones éticas surgieron en la década de 1970, cuando los inversores empezaron a orientar su capital evitando sectores o empresas de moralidad cuestionable, es decir, aquellas que pudiesen tener efectos negativos sobre las personas o el planeta como puede ser la industria del alcohol o la armamentística. Un año más tarde, la gestora de

activos *Pax World* (PAXWX) lanzó el primer fondo de inversión sostenible al excluir de sus carteras a las compañías estadounidenses que tuvieran algún vínculo con la guerra de Vietnam. Las inversiones socialmente responsables, también denominadas inversiones sostenibles, van un paso más allá de la inversión tradicional al examinar las inversiones basándose en criterios sociales, éticos y de gobierno corporativo.

En 1984, R. Edward Freeman defendió la Teoría de las partes interesadas (del inglés *Stakeholder Theory*), sobre la gestión empresarial, en la que defendía que las empresas deben crear valor para todas las partes interesadas incluyendo, además de a los accionistas, a empleados, clientes, proveedores y la comunidad (Yasar, 2021).

La década de los 90 se caracterizó por una toma de conciencia de la responsabilidad de la acción humana en el calentamiento del planeta. El lanzamiento del Índice *Social Domini 400*, ahora conocido como *MSCI KLD 400 Social Index*, estableció un precedente al combinar los principios de inversión social con la evaluación del desempeño bursátil. Este índice refleja que el mercado empezaba a valorar las buenas prácticas empresariales y la sostenibilidad. Emerson introdujo en 2003 el concepto “Blended Balue” (equilibrio combinado, en español), argumentando que las inversiones deben generar un valor que combine rendimiento financiero y social (Singhania & Swami, 2023).

Una iniciativa relevante en esta evolución fue la creación en 2006 de los Principios para la Inversión Responsable (PRI, del inglés *Principles for Responsible Investment*) por la ONU. Se trata de una iniciativa global formada por una red de inversores que promueve la implantación de 6 principios para integrar las cuestiones ESG en las decisiones de inversión. Desde entonces, el objetivo es seguir aumentando el número de firmantes dispuestos a colaborar promoviendo el buen gobierno corporativo, la integridad y la rendición de cuentas, para lograr un sistema financiero global y sostenible (PRI, 2021). Los PRI cuentan en la actualidad (1 de enero de 2024) con 5.362 miembros entre gestores de activos, inversores institucionales y proveedores de servicios (PRI, 2024).

Tras un periodo de crecimiento de la inversión con criterios ESG en los mercados de capitales, el término “inversión de impacto” (en inglés *impact investment*) fue acuñado por primera vez en el año 2007, durante una convención organizada por la Fundación

Rockefeller en la que se reunieron líderes mundiales en finanzas, desarrollo y filantropía. La Fundación definió la inversión de impacto como “inversiones realizadas en empresas, organizaciones y fondos con la intención de generar un impacto social o ambiental mensurable junto con un retorno financiero” (Singhania & Swami, 2023).

Entre los países que han guiado el desarrollo de la inversión de impacto a nivel global destaca Reino Unido. El Tesoro del Reino Unido formó en el año 2000 un grupo de trabajo para atraer capital privado a empresas sociales. Este esfuerzo dio paso, en 2012, a la creación de *Big Society Capital*, una institución financiera destinada a desarrollar el mercado de inversión de impacto cuya función principal es ayudar a empresas sociales y organizaciones benéficas a obtener financiación. En 2013, durante la presidencia del país en el G8, se estableció un Grupo de Trabajo sobre Impacto Social para fomentar las inversiones de impacto a nivel global. Este grupo de trabajo fue sucedido en 2015 por el *Global Steering Group for Impact Investment* (GSG) (Yasar, 2021).

El Reino Unido lideró también la creación de incentivos fiscales mediante la implementación del programa de Alivio Fiscal a la Inversión Social (SITR) en 2014, que proporcionaba una exención fiscal del 30% para inversiones en organizaciones con fines sociales. Otro país pionero en desarrollar un marco regulatorio para apoyar a empresas sociales fue Francia, al introducir el proyecto de ley 90/10 en 2001, que requería que las empresas ofrecieran a sus empleados un plan de ahorro socialmente responsable. Además, la Responsabilidad Social Empresarial (RSE) es otra vía que las empresas utilizan para contribuir al desarrollo sostenible. En este aspecto, India fue precursor, ya que, desde la Ley de Sociedades de 2014, las empresas que cumplen determinados criterios deben destinar el 2% de su beneficio neto promedio de los últimos tres ejercicios contables a actividades de RSE. Desde ese momento, se han creado diferentes estructuras legales para empresas sociales en todo el mundo (Yasar, 2021).

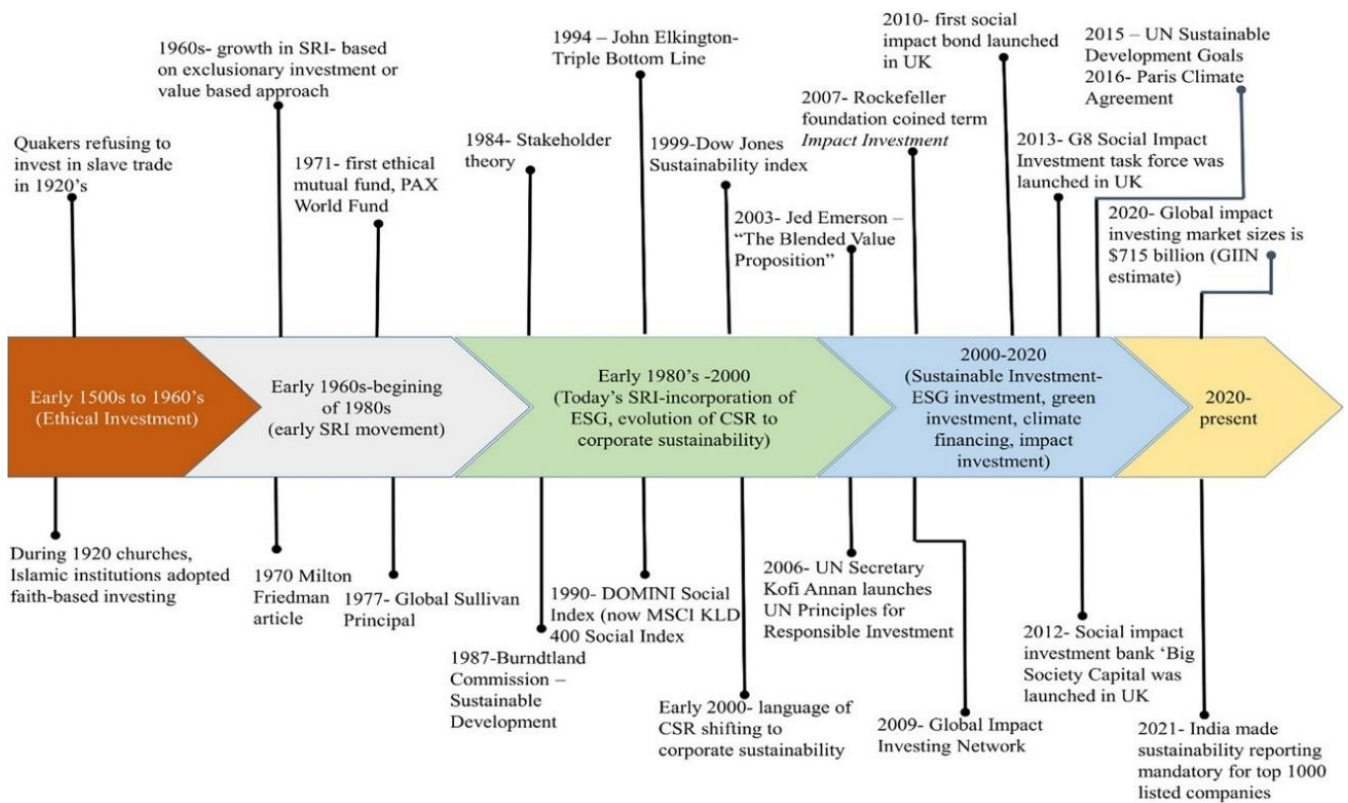
La Unión Europea (UE) también ha liderado esfuerzos significativos para impulsar la inversión de impacto en sus estados miembros. Entre los hitos más destacados se encuentran los siguientes:



- En 2016 estableció el Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre Finanzas Sostenibles (GEAN), como organismo encargado de formular una estrategia en materia de finanzas sostenibles en la UE.
- Esta estrategia proporcionó los fundamentos para el Plan de Acción de la Comisión Europea en Finanzas Sostenibles, creado en 2018 para ejercer de vínculo entre las finanzas y las necesidades de la economía europea en materia ambiental y social, y así lograr un modelo económico más sostenible.
- En 2019 la Comisión Europea publicó el Pacto Verde Europeo (*EU Green Deal* en inglés), con el que se pretende (i) garantizar que en 2050 haya cero emisiones netas de gases de efecto invernadero (ii) disociar el crecimiento económico del uso de recursos y (iii) asegurar que ningún colectivo o territorio sea marginado.

Desde entonces, se han implementado diversas iniciativas regulatorias tanto a nivel europeo como nacional. Destaca la implementación de la Taxonomía Ambiental en 2022, junto con los Actos Delegados en 2023 que abordan los cuatro objetivos medioambientales no climáticos. Además, se han logrado avances relevantes en divulgación de información de sostenibilidad para las empresas, con la entrada en vigor en 2023 de la Normativa de Nivel 2 de la SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*). Asimismo, se ha aprobado la CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) a finales de 2022, con el desarrollo de sus primeros estándares por parte de EFRAG en los ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*) (Ramírez & de Miguel, 2023).

Figura 4. Línea cronológica inversión de impacto



Fuente: Singhania & Swami, 2023.

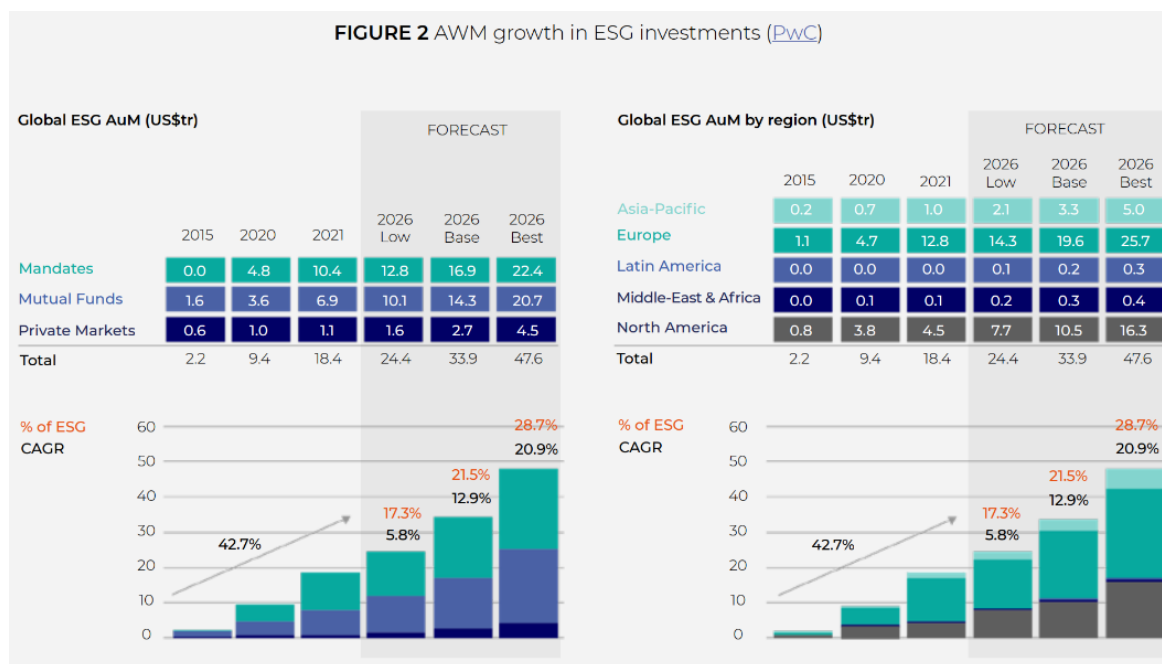
#### d. Tamaño del mercado

Comprender el alcance del capital asignado a estrategias de inversión de impacto resulta fundamental para analizar el crecimiento de la industria. De acuerdo con GIIN, el mercado de la inversión de impacto se situó en 1,164 billones de dólares en activos bajo gestión de casi 3.500 organizaciones en 2022, un hito importante para la industria ya que es la primera vez que la estimación de la organización supera el billón de dólares. La inversión de impacto está en aumento y continuará creciendo a nivel mundial. El informe resalta dos áreas en crecimiento: los bonos verdes y la inversión de impacto corporativa. Sin embargo, la asignación de capital no crece lo suficiente como para alcanzar los ODS en 2030 (Hand *et al.*, 2022).

De acuerdo con PwC (2022), se espera que los gestores de activos y riqueza a nivel mundial, que constituyen una parte importante del mercado de inversión ESG, aumentarán sus activos bajo gestión (AUM) vinculados a ESG a 33,9 billones de dólares

para 2026, en contraste con los 18,4 billones de dólares registrados en 2021. Este crecimiento exponencial (Figura 5) está unido a la exigencia de unos mayores requisitos de transparencia y medición real de los resultados. Sin embargo, en la parte derecha de la figura se comprueba que el crecimiento no va a garantizar que el capital llegue a las regiones donde más se necesita.

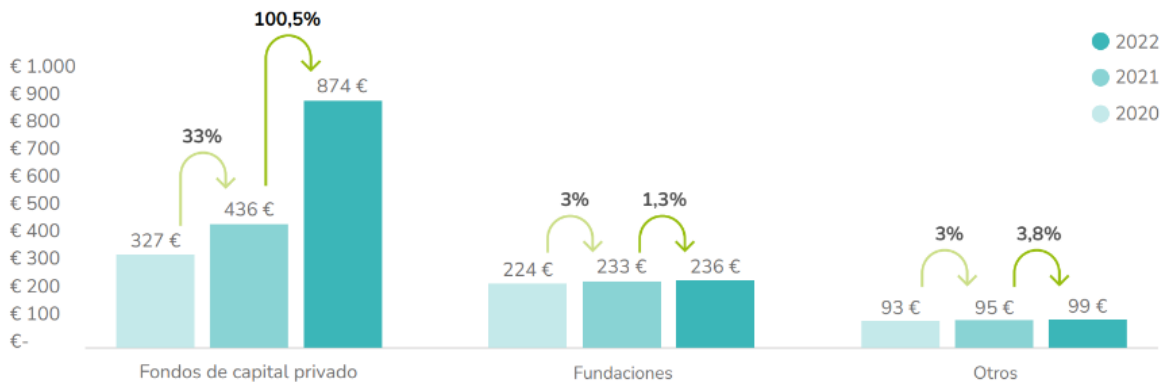
Figura 5. Evolución activos bajo gestión en inversiones ESG



Fuente: GSG, 2023.

En España también ha crecido la inversión de impacto en los últimos años, aunque, si se compara con otros países, se podría considerar que se encuentra en una etapa inicial de desarrollo, con un total de 1.208 millones de euros en 2022. Como se muestra en la Figura 6, los principales actores de la inversión de impacto en España son los fondos de capital privado, seguidos de las fundaciones, las plataformas de *crowdfunding*, los fondos de financiación pública, *family offices*, capital riesgo corporativo, entidades aseguradoras y fondos de pensiones.

Figura 6. Capital gestionado en inversión de impacto (millones €) en España y tasas de crecimiento 2021-2022 (%)



Fuente: Casanovas *et al.*, 2023.

El aumento del volumen de activos gestionados se atribuye especialmente a la creación en el pasado año de nuevos vehículos y a la tendencia hacia el cambio en las estrategias de inversión. Destaca un claro avance hacia la convergencia en las herramientas utilizadas para la medición del impacto, entre las que destacan la teoría del cambio, las cinco dimensiones del Impact Management Project (IMP), y los ODS. En cuanto a los desafíos identificados, se destacan el marco normativo, los problemas relacionados con el “impact washing” y el “green washing” y la medición del impacto (Casanovas *et al.*, 2023).

#### e. Agentes involucrados

Como paso previo antes de abordar las perspectivas y el futuro de la inversión de impacto en el ámbito internacional, es necesario conocer los distintos actores que participan en el proceso de la inversión de impacto. Como se ha mencionado anteriormente, para que la inversión de impacto pueda alcanzar su pleno potencial, resulta necesaria la intervención de múltiples *stakeholder* con distintos intereses, que se relacionan configurando lo que a menudo se conoce como el “ecosistema” de la inversión de impacto.

Figura 7. Agentes involucrados en la industria de la inversión de impacto



Fuente: elaboración propia.

El mercado de las inversiones de impacto, al igual que cualquier otro mercado, es una combinación de demanda de capital por parte de organizaciones o empresas sociales que llevan a cabo proyectos con impacto, de oferta de capital de impacto y de intermediarios financieros, que facilitan la conexión y concreción entre la oferta y la demanda. En las siguientes líneas, se examinarán y clasificarán a los distintos agentes según sus roles en el ámbito de la financiación.

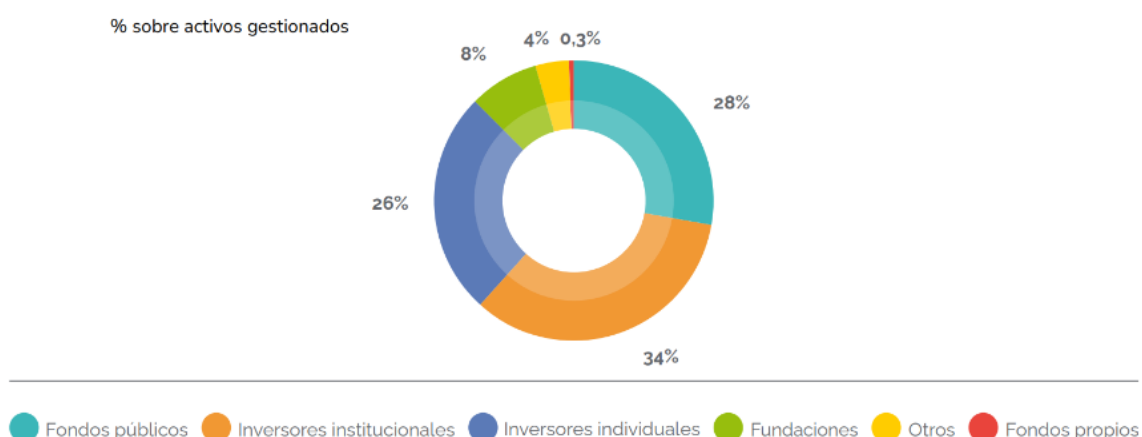
En primer lugar, en cuanto a la oferta de capital, son los inversores de impacto quienes aportan los fondos necesarios para llevar a cabo los proyectos con impacto de las organizaciones que buscan financiación. En el ámbito de las inversiones, se ha despertado un creciente interés por la inversión de impacto debido a su doble contribución, ya que los inversores la consideran una manera de prosperar económicamente al invertir en iniciativas beneficiosas para la sociedad y el medioambiente.

Dentro de los inversores de impacto, algunos priorizan el retorno financiero como los bancos, instituciones financieras de desarrollo, fondos de pensiones y fondos patrimoniales; mientras otros priorizan el rendimiento social, como por ejemplo muchas fundaciones y oficinas familiares. Esta diversidad favorece que el espectro de la inversión de impacto cubra un conjunto más amplio de temas, modelos de negocio, enfoques geográficos, etc. en función de la rentabilidad que proporcione cada uno (Yasar, 2021).

A continuación, se profundizará en los principales proveedores de capital:

- Entre los inversores institucionales más destacados se encuentran los fondos de pensiones y compañías de seguros, los fondos soberanos de inversión, y las fundaciones. Por un lado, los fondos de pensiones y las compañías de seguros son inversores menos activos, destacando su preferencia por inversiones con rendimientos superiores al promedio del mercado. Por otro lado, los fondos soberanos de inversión y las fundaciones destacan por su participación en el sector con el objetivo principal de fomentar el desarrollo del ecosistema de la inversión de impacto, buscando generar cambios a largo plazo.
- Los inversores individuales, movidos por distintos tipos de motivaciones, son los más activos en el mercado de inversión de impacto debido a su alto nivel de autonomía y flexibilidad en las decisiones de inversión. Por su parte, las empresas logran un doble beneficio con este tipo de inversiones, al obtener un retorno financiero moderado a la par que beneficios sociales que repercuten en la gestión de la reputación y fidelidad (Fontrodona *et al.*, 2015).
- Las Instituciones Financieras de Desarrollo son entidades bancarias o subsidiarias creadas en países en desarrollo para apoyar el avance del sector y la consolidación de nuevas empresas sociales. Suelen colaborar con otros proveedores de capital y buscan respaldo en la regulación local y los mercados financieros, lo que les capacita para posicionarse como una fuente fundamental de financiación para las empresas sociales.
- En muchas ocasiones, los donantes realizan la aportación de capital directamente a las ONG, quienes se encargan de emplearlo a través de proyectos concretos para abordar las raíces de los desafíos a los que se enfrenta la sociedad (Yasar, 2021).

Figura 8. Origen del capital de impacto en España en 2022



Fuente: Casasnovas *et al.*, 2023.

En segundo lugar, las organizaciones y empresas que quieren desarrollar proyectos con impacto constituyen la demanda de inversión de impacto. Existe una amplia variedad de entidades demandantes de capital, entre las que destacan las cooperativas y organizaciones no lucrativas, las fundaciones sociales y entidades denominadas “empresas sociales”. Estas últimas se pueden definir como iniciativas empresariales que pueden tener distintas formas jurídicas y que utilizan la financiación de sus inversores para, a través de sus operaciones, contribuir a una causa social. Al realizar esta labor tratan de lograr un impacto social y un retorno financiero (Hehenberger *et al.*, 2019).

De acuerdo con la Comisión Europea (s.f.), para tener la consideración de empresa social se deben cumplir las siguientes características: la actividad comercial debe tener como principal motivación el cumplimiento del objetivo social, los beneficios se deben reinvertir para alcanzar ese objetivo social y la organización de la empresa debe ser acorde a su misión, reflejando en todo momento el enfoque en la justicia social. Se aclara también que estas empresas pueden operar con distintas formas jurídicas, desde cooperativas sociales, organizaciones benéficas o fundaciones hasta empresas privadas.

En tercer lugar, el ecosistema de la inversión de impacto incluye también otros agentes cuya labor es fundamental: intermediarios financieros y no financieros, asesores, consultores, etc. Los intermediarios financieros conectan a los inversores con las organizaciones demandantes de capital. En esta categoría se incluyen plataformas de

financiación participativa, banca ética o gestores de fondos de impacto. Los intermediarios no financieros se dedican principalmente a realizar labores de asesoramiento y consultoría, además de formación e investigación en impacto. Los asesores suministran información acerca de potenciales inversiones, productos financieros y estructuras de carteras de valores a inversores individuales y *family offices*. Por último, las gestorías y consultoras ofrecen servicios a los dueños de activos, estableciendo carteras de valores y elaborando estrategias de inversión para diversas clases de activos (Hehenberger *et al.*, 2019).

En cuarto lugar, las organizaciones y plataformas facilitan la identificación y el acceso a oportunidades de inversión de impacto. Es importante destacar la labor de las bolsas de valores sociales, que son plataformas reguladas que facilitan las decisiones de inversión, al atribuir una puntuación y un riesgo a cada oportunidad de inversión. Del mismo modo, las organizaciones de calificación y certificación evalúan el desempeño social y medioambiental de empresas sociales y fondos de inversión de impacto. Además, las plataformas suelen suministrar recursos informativos y bases de datos con capacidad de búsqueda (Fontrodona *et al.*, 2015).

Redes globales como *Global Impact Investing Network* (GIIN) contribuyen al establecer una infraestructura esencial para dar soporte, ampliar la escala y mejorar la eficacia de la inversión de impacto. Las herramientas *Impact Reporting Investment Standards* (IRIS+) y *Global Impact Investment Rating System* (GIIRS), fueron creadas para medir, gestionar y optimizar el impacto. Desarrollan políticas, estándares y métricas para poder comparar distintas inversiones en términos de impacto. *Impact Management Project* (IMP), define dimensiones para la descripción y medición del impacto: "qué", "quién", "cuánto" y "riesgo". Bajo estas escalas se miden los resultados, la importancia de esos resultados a nivel social o medioambiental, las partes que se ven afectadas por la intervención, el nivel de cambio provocado a lo largo del tiempo y la duración del resultado.

El GSG, sucesor del G8 como se mencionó anteriormente, es una organización fundamental que actúa como promotora de la inversión de impacto por todo el mundo. Esta iniciativa dio lugar a la creación de los *National Advisory Boards* (NABs), plataformas nacionales presentes en más de 35 países cuya labor fundamental es promover un cambio



en las políticas públicas que favorezca la movilización de recursos financieros hacia fines sociales y medioambientales. *SpainNAB*, representa a nuestro país ante el GSG, al cual pertenecen ya 34 países y la Unión Europea. Por último, *Open Value Foundation* es una fundación española que trata de impulsar y difundir la inversión de impacto para mejorar la vida de las personas más vulnerables, centrándose en áreas como la investigación, la educación y sensibilización y la realización de inversiones directas en empresas sociales.

En quinto lugar, las Administraciones Públicas desempeñan un papel clave desde la elaboración de marcos regulatorios adecuados, su labor de catalizador del mercado de la inversión de impacto mediante políticas que favorezcan la transparencia, hasta su necesaria implicación como inversores, agentes sociales e intermediarios para el conocimiento y fomento del sector. En este ámbito, los gobiernos pueden llevar a cabo acciones de asistencia financiera, otorgando subvenciones o incentivos fiscales para fomentar los mercados de inversión de impacto; y asistencia no financiera, mediante servicios de apoyo directo a la gestión de la empresa (Fontrodona *et al.*, 2015).

En última instancia se situaría la sociedad y el medioambiente, ya que toda actividad de impacto está orientada a solucionar problemática en estos ámbitos. Dado que la inversión de impacto se caracteriza por posicionarse en un punto medio entre la filantropía y la búsqueda de recursos económicos, al seleccionar los mercados en los que invertir no sólo tiene en cuenta sectores sociales que necesitan esa contribución, sino también la existencia de oportunidades de negocio que generen potenciales beneficios económicos. Por este motivo, los mercados en los sectores más desfavorecidos tienden a ser ignorados, al no ser considerados parte de su base de consumidores potenciales (Fontrodona *et al.*, 2015).

### **3. BONOS DE IMPACTO AL SERVICIO DE LA TRANSFORMACIÓN SOCIAL**

La inversión de impacto se puede materializar a través de una amplia gama de instrumentos financieros con diversas características, que pueden abarcar distintos sectores y áreas geográficas. A continuación, explicaremos el funcionamiento general de las emisiones de bonos de impacto, los factores que inciden en el éxito de las emisiones, deteniéndonos especialmente en los beneficios de realizar intervenciones utilizando esta herramienta financiera, así como en los aspectos de estas emisiones que pueden suponer un fracaso en el logro de sus objetivos.

#### **a. Concepto y funcionamiento**

Los bonos de impacto surgieron dentro de la inversión sostenible como un mecanismo alternativo de financiación de proyectos públicos con una finalidad social explícita, a través de recursos privados. Son contratos de pago por éxito o resultados, por lo que el retorno de la inversión está vinculado a la consecución de objetivos concretos y medibles establecidos por el emisor (Government Outcomes Lab, s.f.). Por lo tanto, no tienen comparación con los bonos tradicionales, que son títulos de deuda emitidos por entidades públicas o privadas para obtener financiación, que contienen un compromiso de pago al vencimiento y que son negociados en mercados de valores (Dirección general del Tesoro y Política Financiera, s.f.). Se puede afirmar, por tanto, que los bonos de impacto tienen una mayor complejidad y un objetivo más específico, así como mayor riesgo.

En este modelo de colaboración, el inversor privado aporta el capital inicial necesario para que el proveedor del servicio pueda operar. El inversor únicamente obtiene retorno financiero si un evaluador determina que se han alcanzado los objetivos propuestos. Así, se traslada el riesgo del proyecto del sector público al inversor privado, incentivando con ello la inversión en programas sociales basados en el éxito de sus resultados (Government Outcomes Lab, s.f.).

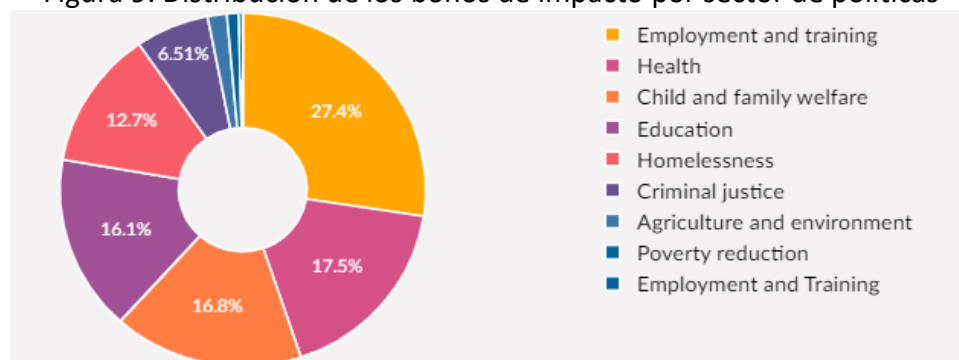
Los aspectos clave de los bonos de impacto incluyen su modelo de asociación público-privada, la capacidad de combinar el bien social con un retorno financiero y el pago a los inversores vinculado al resultado. Los bonos de impacto se dividen en Bonos de Impacto Social (BIS) y Bonos de Impacto en el Desarrollo (BID), siendo los últimos implementados

principalmente en países de ingresos bajos y medios. Otra diferencia es que, en un BIS, el pagador de resultados es generalmente una entidad gubernamental, mientras que en un BID el pagador de resultados suele ser una parte externa, ya sea un donante internacional como un gobierno o una agencia de ayuda multilateral, o una entidad filantrópica. Sin embargo, en la práctica los términos BID y BIS se suelen usar indistintamente (Government Outcomes Lab, s.f.).

El primer BIS se implementó en 2010 en la prisión de Peterborough de Reino Unido con un programa para reducir las tasas de reincidencia criminal entre los presos que quedaban en libertad. El objetivo era reducir el número de delitos cometidos, lo que implicaría menos arrestos y gastos de prisión. El bono lanzado por *Social Finance*, con un valor de 5 millones de libras, se empleó para crear un programa de reinserción que acompañase en la búsqueda de un hogar, empleo, atención sanitaria, etc. El cumplimiento de los objetivos permitió al Ministerio de Justicia y al *Big Lottery Fund* retribuir a los inversores. Además, el éxito del proyecto proporcionó (i) un programa de reinserción sostenible, (ii) la posibilidad de replicar el programa en prisiones similares, aumentando el nivel de ahorros y (iii) un modelo para expandir los BIS más allá del sistema penitenciario (Ford&White, 2019).

A lo largo de la última década, el mercado de los bonos de impacto ha experimentado un gran crecimiento, con emisiones dirigidas a alcanzar objetivos sociales de índole muy diversa: vivienda, justicia, educación, salud, integración de refugiados en la sociedad, etc. Otros objetivos para los que también se han realizado emisiones son el cuidado y mantenimiento de recursos naturales y mejoras en la sostenibilidad de infraestructuras (Government Outcomes Lab, 2024).

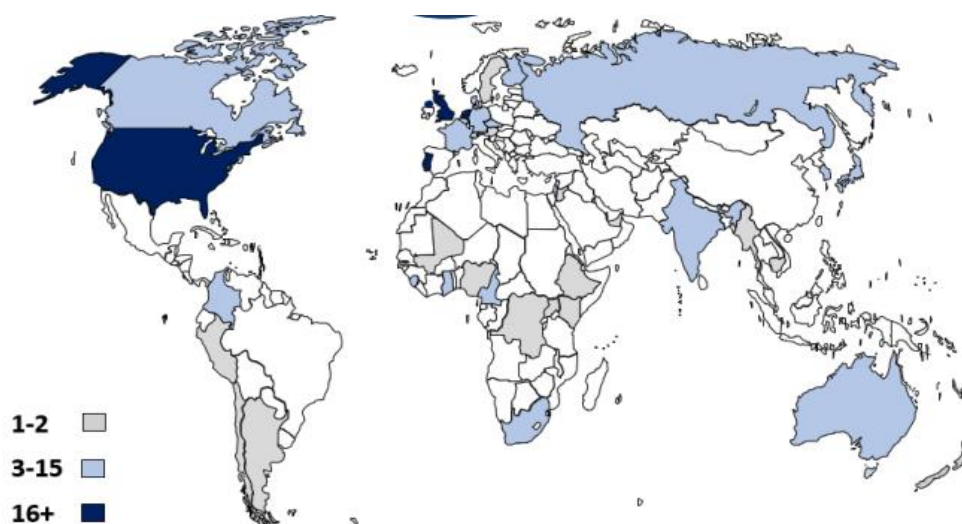
Figura 9. Distribución de los bonos de impacto por sector de políticas



Fuente: Government Outcomes Lab, 2024.

Desde la primera emisión de bonos hasta el día de hoy (febrero de 2024), se han emitido un total de 292 bonos de distinta índole, los cuales han sumado una inversión total de más de 764 millones de dólares estadounidenses. Actualmente hay 210 emisiones activas (Government Outcomes Lab, 2024). Del total de emisiones realizadas, aproximadamente el 93% corresponden a BIS, mientras que el 7% restante corresponden a BID (Brookings Institution, 2024). Los principales países emisores incluyen el Reino Unido, seguido por Estados Unidos, Holanda y Portugal (Government Outcomes Lab, 2024). En la Figura 10 se puede observar un mapa mundial donde las distintas tonalidades de azul indican el número de bonos emitidos por país hasta el 1 de febrero de 2024. La tonalidad más oscura indica una mayor cantidad de bonos emitidos en ese país.

Figura 10. Número de bonos emitidos por país



Fuente: Brookings Institution, 2024.

### b. Agentes involucrados

Como se muestra en la Figura 11, los bonos de impacto reúnen a 6 agentes clave, entre los que se encuentran el pagador de resultados, el inversor, el pagador de servicios, el evaluador, los intermediarios y la población objeto de la inversión. A continuación, se profundiza en cada uno de ellos.

Figura 11. Agentes involucrados en los bonos de impacto



Fuente: elaboración propia a partir de Carè *et al.*, 2020.

En primer lugar, el pagador por resultados identifica las necesidades o problemas sociales que quiere abordar a través de un programa financiado por bonos de impacto, expresando su "disposición a pagar" en caso de alcanzar unos objetivos específicos previamente establecidos. En los países con niveles de ingresos altos, los pagadores suelen ser entidades gubernamentales, mientras que, en los países de ingresos bajos y medios suelen ser donantes (Carè *et al.*, 2020).

En segundo lugar, los inversores ofrecen el capital para financiar los proyectos. Si los objetivos predefinidos en dichos proyectos se alcanzan dentro del plazo establecido, el pagador de resultados reembolsará el capital a los inversores, además de una tasa de rendimiento predeterminada. Los inversores pueden ser fundaciones, empresas, bancos o inversores particulares. Mediante la participación en estos instrumentos, los inversores tienen la capacidad de generar un impacto social, obtener un rendimiento financiero, diversificar sus carteras y mejorar su imagen pública (Mazzuca *et al.*, 2023).

En tercer lugar, los proveedores de servicios, que pueden ser organizaciones sin fines de lucro, ONGs o empresas sociales, ofrecen un servicio de intervención destinado a satisfacer las necesidades de los beneficiarios y lograr los resultados propuestos. Son los responsables del diseño y la implementación de los programas con los que se pretende abordar el problema identificado.

En cuarto lugar, la medición de resultados es un paso crucial en el proceso de los bonos de impacto ya que condiciona el pago que se va a hacer al inversor. En esta fase cobra especial relevancia la labor del evaluador como agente encargado de determinar si el proyecto ha cumplido con los objetivos y resultados esperados en los términos y condiciones del acuerdo. Esta evaluación puede hacerse de forma interna o puede ser realizada por un agente externo e independiente. Los evaluadores externos son remunerados por el gobierno, independientemente de si se ha alcanzado el resultado o no, con el fin de asegurar una evaluación imparcial del programa (OECD, 2016).

Por otro lado, los bonos de impacto recurren a intermediarios para prestar servicios específicos. Son los responsables finales de negociar e implementar la iniciativa en coordinación con la administración pública, los inversores y los proveedores de servicios. Los intermediarios desempeñan diversas funciones: identifican posibles inversores privados para financiar el proyecto, negocian los contratos en los que se establecen los términos de la inversión, objetivos, reembolso y procedimiento de evaluación y, finalmente, son los encargados de seleccionar a un proveedor de servicios con buen historial de intervenciones efectivas en el tema social particular en el que se centra el proyecto. Además de las actividades mencionadas, los intermediarios supervisan el proyecto, administrando los fondos en nombre del inversor y gestionando su desarrollo con el contratista.

Por último, se debe mencionar a los beneficiarios de las emisiones, que son la población a la que se dirige la intervención y que puede ser un grupo de personas de tamaño variable. Además, dependiendo de la estructura del bono de impacto pueden participar en el acuerdo otros actores, como asesores legales o técnicos (Carè *et al.*, 2020).

### **c. Importancia del ecosistema en el éxito de los proyectos**

A pesar de que el mercado de la inversión de impacto ha logrado un crecimiento sustancial en los últimos años, este progreso no se ha producido de forma homogénea entre los distintos países. En el caso de los bonos de impacto, esta disparidad se pone de manifiesto en la distribución geográfica de las emisiones de bonos y en los principales destinos que reciben las inversiones. Estas diferencias pueden atribuirse a los factores que conforman el denominado “ecosistema de la inversión de impacto” en las distintas zonas geográficas, y que afectan directamente al crecimiento del mercado de los bonos de impacto: el contexto regulatorio, el nivel de madurez financiera y el compromiso con las metas de sostenibilidad.

La mayoría de los estudios que analizan los ecosistemas de la inversión de impacto destacan como factor fundamental el apoyo activo por parte de entidades gubernamentales y grandes fundaciones (Tekula & Kirsten, 2019). Este es el caso de Reino Unido, uno de los países donde esta actividad ha experimentado un mayor crecimiento en los últimos años, gracias a la creación por parte del gobierno de fondos de inversión especializados (Big Society Capital y Social Incubator Fund) y al desarrollo de infraestructuras que fomentan la transparencia y facilitan el acceso a este mercado (Community Interest Company). A los catalizadores anteriormente mencionados, se une también la existencia de un entorno regulatorio favorable.

Aunque los factores anteriores son importantes, la inversión de impacto puede desarrollarse también en su ausencia si se existen otros catalizadores alternativos, tal y como señala Islam (2022), como la creación de redes de colaboración sólidas entre los actores (con y sin ánimo de lucro, incluyendo gobiernos, inversores, intermediarios y fundaciones). Además, la existencia de un sistema financiero integrado constituido por múltiples partes interesadas facilitaría la movilización de capital hacia los objetivos de impacto previstos.

Desde el punto de vista de la oferta de capital, las plataformas formales especializadas, como las bolsas de valores sociales o las plataformas de financiación alternativas, ofrecen

un espacio para conectar la oferta y la demanda de inversión de impacto. La existencia de estas plataformas no solo facilita la conexión entre los inversores y las organizaciones del sector social, sino que además ejercen de autoridad reguladora al establecer las normas y reglamentos que garantizan que los inversores no se desvían del objetivo principal de lograr un impacto. La disponibilidad de múltiples fuentes de financiación permite a las organizaciones sociales tener más flexibilidad a la hora de seleccionar sus inversores, pero, a cambio, supone un mayor desafío a la hora de elegir la opción adecuada.

Por el lado de la demanda de capital, las organizaciones receptoras de la inversión también deben cumplir unos requisitos que garanticen que son capaces de absorber y utilizar el capital disponible. Esta capacidad queda probada si se demuestran una serie de atributos como sostenibilidad financiera, una estructura de gobernanza sólida, modelos de negocio sólidos y la posibilidad demostrada o potencial de generar un impacto significativo. Aun así, la disponibilidad de financiación suele ser mayor para las organizaciones con un historial comprobado de rentabilidad, dificultándose el acceso a capital a organizaciones en etapas tempranas, que suelen ser consideradas como demasiado arriesgadas por los inversores de impacto (Hazenbergh *et al.*, 2014).

#### **d. Beneficios y limitaciones de los bonos de impacto**

##### **i. Beneficios potenciales**

Este modelo de financiación ha captado la atención tanto por su capacidad para impulsar la innovación en la prestación de servicios públicos como por los retos inherentes a su implementación. A continuación, se desarrollan algunos de sus beneficios.

El primer lugar, la financiación a través de bonos de impacto constituye un modelo innovador que fomenta la colaboración entre el sector público, el privado y las organizaciones no gubernamentales para abordar desafíos sociales complejos. La colaboración intersectorial permitiría, a juicio de los defensores de esta herramienta financiera, crear sinergias entre conocimiento y experiencia diversificados que resultan cruciales para la ejecución con éxito de los proyectos. Aunque cada uno de los actores involucrados persigue diferentes motivaciones, todos ellos unen sus fuerzas para alcanzar



objetivos comunes, maximizando los recursos disponibles y actuando como catalizador para la innovación social y la eficiencia en la prestación de servicios (Carè *et al.*, 2020).

La segunda ventaja es la capacidad de estos instrumentos de atraer capital privado para la implementación de servicios sociales innovadores que de otro modo no serían financiados (Edmiston & Nicholls, 2018). De esta manera, los bonos de impacto permiten la experimentación e implementación de proyectos que abordan problemas sociales complejos sin depender directamente de los presupuestos gubernamentales ni exponer al sector público a los riesgos financieros asociados con intervenciones fallidas.

En relación con el punto anterior, la transferencia del riesgo del sector público al sector privado es una característica central de las emisiones. Esta dinámica permite a los inversores privados recuperar su capital y obtener una rentabilidad en caso de lograr los resultados acordados. De lo contrario, los inversores corren el riesgo de perder parte o la totalidad de su inversión. Este mecanismo no sólo alivia la aversión al riesgo del sector público y fomenta la innovación y la experimentación, sino que también fomenta la participación de organizaciones más pequeñas que antes no podían competir debido a la falta de capacidad para asumir riesgos. Sin embargo, Edmiston y Nicholls recalcan que esta redistribución del riesgo puede ser limitada y depende de la estructura específica del bono y de las relaciones entre los agentes involucrados.

Adicionalmente, las emisiones de bonos de impacto se justifican en el ahorro futuro que supone para el sector público la inversión temprana realizada (Tan *et al.*, 2021). Al realizar de forma anticipada inversiones efectivas, se están implementando servicios de prevención que derivarán en la mejora de las condiciones sociales y económicas de los beneficiarios de los programas financiados, lo que a su vez reducirá la demanda de servicios sociales más costosos y de emergencia en un futuro. La lógica se basa en que, de no haber invertido con anterioridad, los costes asociados con el tratamiento de problemas sociales más graves serían más elevados. Es por ello que las métricas de pago establecidas dependen del ahorro que espera obtener el sector público con la ejecución del servicio.

Por último, varios autores destacan la flexibilidad como otra ventaja de estos mecanismos de financiación. Por un lado, la flexibilidad en el diseño permite la implementación de intervenciones a distintas escalas, adaptándose a grupos poblacionales con distintas necesidades. Este aspecto es crucial, ya que aborda problemas sociales multifacéticos que requieren soluciones personalizadas. Por otro lado, la flexibilidad en la implementación facilita la adaptación a necesidades emergentes o cambiantes de los beneficiarios. La capacidad de ajustar las estrategias puede ayudar a que la gestión del programa sea más eficiente, reduciendo el riesgo financiero y operativo tanto para los inversores como para los implementadores. Esto se debe a que, al definir resultados en lugar de procedimientos, los proveedores de servicios tienen libertad para ajustar la forma en que prestan los servicios a lo largo del contrato (Government Outcomes Lab, s.f.).

#### **i. Limitaciones potenciales**

La mayor limitación de los bonos de impacto está relacionada con su complejidad, manifestada en varias dimensiones que incluyen tanto su diseño como su implementación y evaluación.

Por un lado, el proceso de diseño de la emisión es inherentemente complejo y multidimensional y requiere la colaboración y el compromiso de múltiples partes interesadas con distintos objetivos. En este sentido, resulta fundamental que el contrato tenga una estructura legal y financiera sólida para evitar errores, distintas interpretaciones o expectativas erróneas en lo que se refiere a los objetivos, tareas, responsabilidades, riesgos y recompensas de las partes implicadas durante la fase de ejecución (Carè *et al.*, 2020).

Por otro lado, siguiendo a autores como Tan *et al.* (2021), otra limitación está relacionada con los altos costes de transacción que conllevan. Los costes de transacción incluyen los gastos asociados con el diseño contractual, la gestión diaria, el seguimiento y la evaluación del impacto de los proyectos. Unos costes elevados pueden actuar como barrera y dificultar la participación de proveedores de menor tamaño con recursos

limitados. Además, el aumento de los costes de transacción conlleva una disminución de los ahorros futuros obtenidos a través del proyecto, cuestionando así su eficiencia.

Otro desafío está relacionado con el tiempo necesario para alcanzar los resultados y la falta de continuidad en las intervenciones, una vez termina el proyecto y los inversores son remunerados. Los bonos de impacto, por su naturaleza, financian intervenciones destinadas a abordar problemas sociales complejos y arraigados que no tienen soluciones rápidas o fáciles, por lo que se suelen requerir largos periodos de tiempo para generar un impacto. Esta duración puede ser desalentadora para inversores que buscan retornos en un plazo más corto, limitando la disponibilidad de fondos para determinados proyectos. Además, surgen desafíos relacionados con la sostenibilidad y continuidad de las intervenciones, especialmente si no se han identificado fuentes de financiamiento alternativas o si la intervención aún no se ha integrado en los programas gubernamentales regulares. Esto puede poner en riesgo los avances logrados para intervenciones que requieren un apoyo continuo.

Otra dificultad que enfrentan los bonos de impacto es la referida a la medición del impacto o, lo que es lo mismo, la dificultad para identificar los indicadores necesarios para poder evaluar la efectividad de la inversión. Cuando se trata de cuestiones sociales complejas, no resulta sencillo establecer relaciones causales claras entre la intervención y los impactos observados, especialmente en contextos donde múltiples factores pueden influir en los resultados. Los autores sugieren la creación de enfoques más flexibles en la evaluación de los proyectos, incluyendo el uso de métodos mixtos de evaluación para aquellos casos en los que la medición del impacto no pueda ser realizada a través de métricas cuantitativas, ya que el resultado esperado es meramente cualitativo (Tan *et al.*, 2021).

Por último, uno de los aspectos más debatidos de los bonos de impacto tiene que ver con los potenciales conflictos éticos sobre el uso de la herramienta, como analizaremos más adelante.

#### **4. ASPECTOS ÉTICOS EN LOS BONOS DE IMPACTO: ESTUDIO DE CASOS**

El objetivo de este epígrafe es proporcionar una panorámica general de las emisiones de bonos de impacto realizadas hasta la fecha, y ya finalizadas, con el objetivo de extraer conclusiones relevantes de muy diversa naturaleza: zonas geográficas, sectores a los que se dirigen las intervenciones y ODS relacionados con la emisión. Por último, se analizan los aspectos éticos de las emisiones en general y con aplicación a los tres proyectos seleccionados.

Para obtener información detallada de cada uno de los proyectos, se ha recurrido a la base de datos de la Iniciativa *Government Outcomes Lab* de la Escuela de Gobierno Blavatnik de la Universidad de Oxford. Esta base de datos recopila información compartida por diferentes organizaciones de forma voluntaria sobre bonos de impacto social y de desarrollo en el ámbito internacional, con el objetivo de facilitar el análisis de los resultados y evaluar la eficacia de estos instrumentos. La decisión de centrar nuestro análisis en los proyectos concluidos responde a la necesidad de acceder a la información lo más completa posible, desde los agentes involucrados hasta el impacto logrado y la población beneficiada por cada emisión.

##### **a. Experiencias internacionales relevantes y su relación con los ODS**

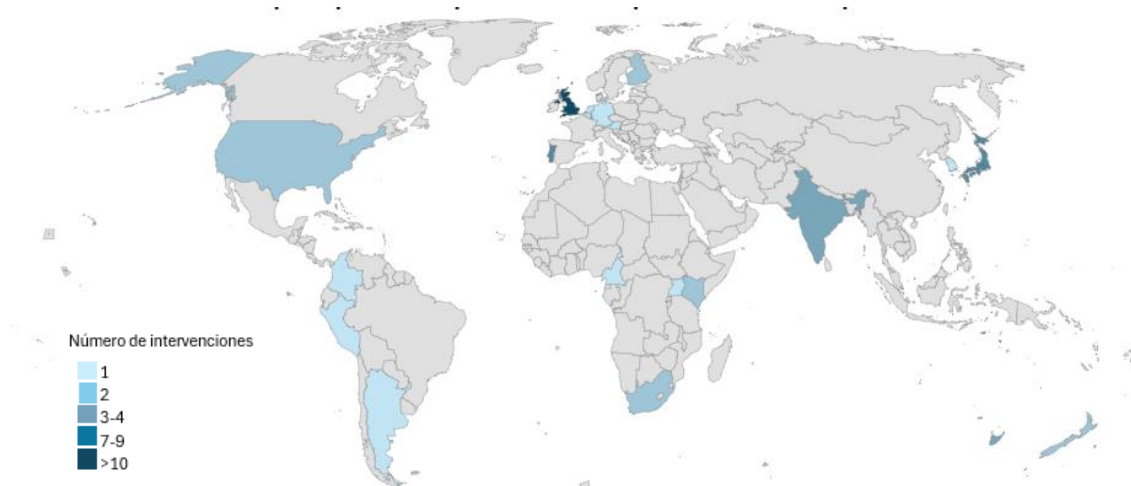
A partir de los datos sobre las emisiones completadas con fecha abril de 2024, hemos diseñado una tabla comparativa en la que se incluyen los siguientes apartados: nombre del proyecto, código, sector de políticas, ODS al que contribuye, zona geográfica donde se espera lograr el impacto, capital recaudado, número total de beneficiarios y tipo de bono. A continuación, se resumen los principales resultados obtenidos tras el análisis realizado (la tabla completa con los datos de todas las emisiones finalizadas se puede encontrar en el Anexo 1).

El conjunto de datos identifica un total de 81 bonos de impacto completados a escala internacional. Entre ellos, aproximadamente un 86% corresponden a bonos de impacto

domésticos y el 14% restante a internacionales. La diferencia entre estos dos tipos de emisiones radica en que, en la segunda modalidad, al menos uno de los inversores tiene su sede en un país distinto a aquel en el que se realiza la intervención.

Desde el punto de vista de la localización donde se desarrollan los proyectos, 54 tienen lugar en Europa, 11 en Asia, 6 en Oceanía, 5 en África, 3 en América del Sur y 2 en América del Norte. En el mapa que se muestra a continuación se sombrea con un tono más oscuro los países que han recibido el servicio de un mayor número de emisiones. Reino Unido se posiciona como el mayor receptor (41 bonos), seguido por Portugal y Japón (7 bonos).

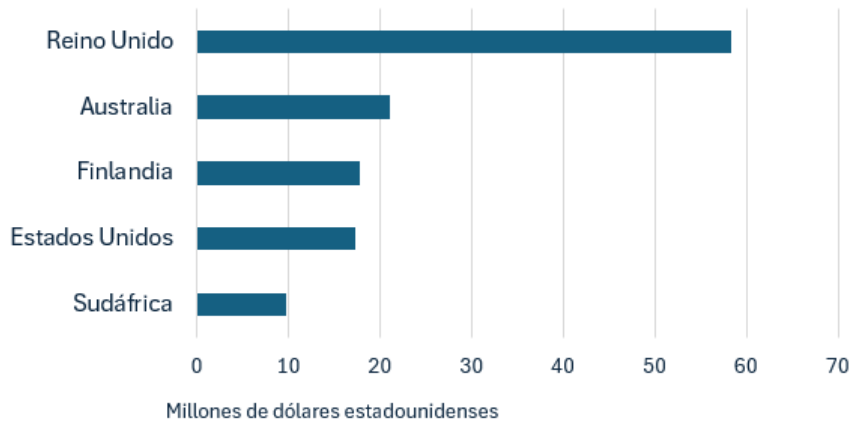
Figura 12. Principales países receptores de fondos por emisiones de impacto



Fuente: elaboración propia a partir de Government Outcomes Lab, 2024.

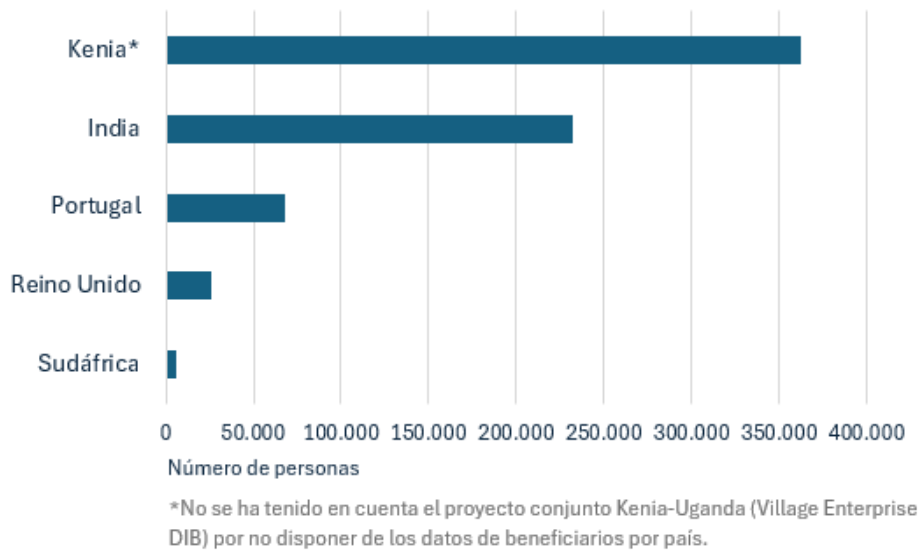
Sin embargo, la lista de países líderes en el mercado de los bonos de impacto puede variar en función del criterio adoptado. En las Figuras 13 y 14 se puede observar que, aunque se producen similitudes, la lista de países que han recaudado un mayor volumen de capital gracias a proyectos de bonos de impacto varía con la de países líderes en número de personas beneficiadas.

Figura 13. Países líderes por capital recaudado en bonos de impacto (millones de USD)



Fuente: elaboración propia a partir de Government Outcomes Lab, 2024.

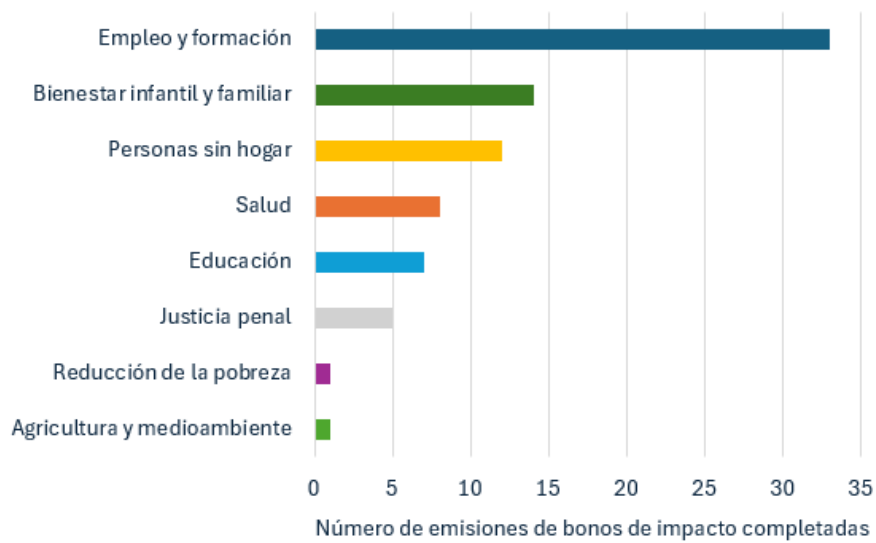
Figura 14. Países líderes en número de personas beneficiadas por bonos de impacto (número de personas)



Fuente: elaboración propia a partir de Government Outcomes Lab, 2024.

Como muestra la Figura 15, Empleo y formación son las políticas a las que se han orientado un mayor número de emisiones de bonos de impacto, seguidas por Bienestar infantil y familiar y Personas sin hogar. Cabe destacar que asignar cada proyecto a un único sector no es del todo correcto, ya que puede darse la posibilidad de que algunos proyectos estén asociados con más de un sector.

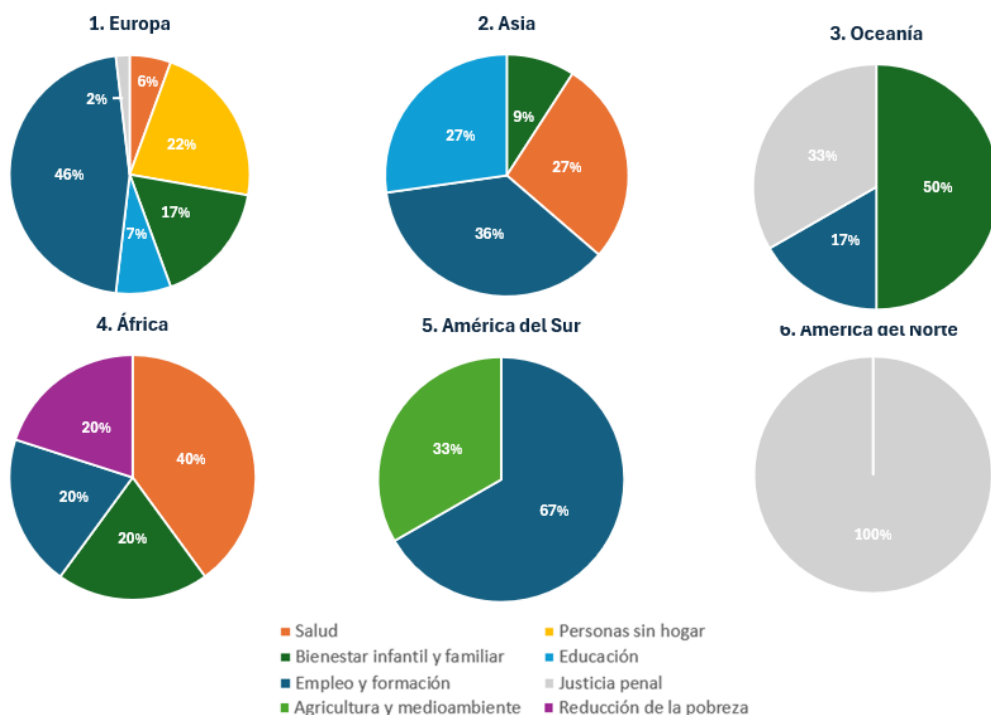
Figura 15. Distribución de proyectos por políticas



Fuente: elaboración propia a partir de Government Outcomes Lab, 2024.

Después de esta primera clasificación, y con el objetivo de lograr una mayor comprensión sobre cómo varían las prioridades y los proyectos de inversión de impacto por continente, hemos procedido a segmentar la información de forma geográfica. En la Figura 16 se observa que las políticas a las que se orientan las emisiones varían significativamente de una región a otra.

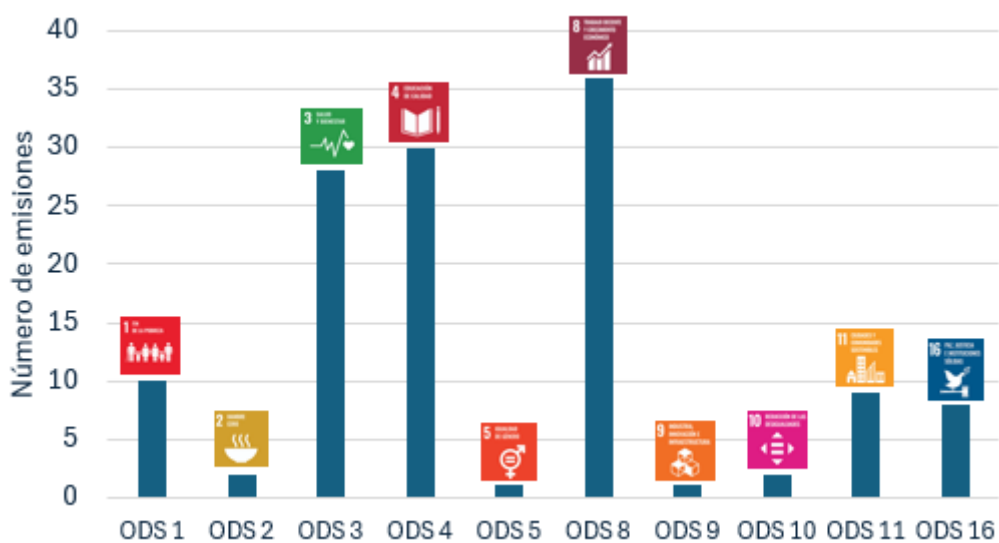
Figura 16. Distribución por políticas y zonas geográficas



Fuente: elaboración propia a partir de Government Outcomes Lab, 2024.

Por último, hemos clasificado los bonos de impacto completados según los ODS a los que cada emisión contribuye, reconociendo que un proyecto puede alinearse con uno o varios ODS. En la Figura 17 se muestra el número de proyectos completados que han contribuido a cada uno de los ODS. El objetivo al que se dirigen un mayor de emisiones es el número 8 Trabajo decente y crecimiento económico, seguido del número 4 Educación de calidad y del número 3 Salud y bienestar.

Figura 17. Principales ODS a los que se dirigen las emisiones completadas



Fuente: elaboración propia a partir de Government Outcomes Lab, 2024.

### b. ¿Cómo se mide el éxito de una emisión?

La medición del impacto es un pilar fundamental de cualquier tipo de inversión de impacto, ya que es la principal característica que la distingue de otros tipos de inversiones tradicionales (Islam S. M., 2022).

La medición y gestión del impacto consiste en obtener información sobre los cambios positivos o negativos, intencionados o no, que una inversión provoca en aspectos sociales, medioambientales o económicos. Esta evaluación no se reduce a un ejercicio estático, sino que se concibe como un proceso continuo que busca obtener información lo más consistente posible para incorporar en la toma de decisiones y conseguir así una mejor asignación de los recursos que logre maximizar los beneficios y minimizar los



perjuicios no deseados. Por este motivo, en ocasiones se habla de forma conjunta de medición y gestión del impacto (Vitórica *et al.*, 2021).

La principal ventaja de esta medición de resultados es que permite obtener una retroalimentación para modificar y mejorar las emisiones de bonos, y atraer más capital a aquellas oportunidades de inversión que generan más y mejor impacto, es decir, un impacto más profundo y duradero y a mayor escala, sobre todo para aquellas personas más vulnerables o desatendidas. Por su parte, los inversores de impacto utilizan la evaluación de impacto principalmente para exigir responsabilidades a las organizaciones sociales, garantizando la consecución de los objetivos de impacto social. Esta responsabilidad también sirve para otorgar legitimidad a las organizaciones sociales ante inversores no solo actuales, sino también potenciales.

Sin embargo, el énfasis en la rendición de cuentas puede llevar a evaluaciones de impacto y reportes excesivamente onerosos para las organizaciones sociales, lo que puede dar lugar a una disminución en los recursos que destinan a su trabajo principal con los beneficiarios.

La medición y gestión del impacto enfrenta desafíos significativos. A la falta de linealidad del proceso, el dinamismo y el horizonte temporal amplio se une la multidimensionalidad del impacto. Como señalan diversos estudios (Vitórica *et al.*, 2021; Islam S. M., 2022; Hand *et al.*, 2023b), la práctica de la MGI se ve dificultada no solo por la falta de estándares sino también por la polarización de enfoques y la falta de consenso sobre cuál es el mejor enfoque o herramienta que es necesario utilizar en cada caso.

La medición rigurosa del impacto implica medir su contribución en dos niveles: (i) la generación de impacto por parte del activo invertido y (ii) la contribución del inversor a dicho impacto. Es decir, resulta fundamental analizar en qué medida el capital asignado y la estrategia adoptada contribuyen a generar ese impacto. Para evaluar de forma rigurosa el impacto se deberán analizar factores externos como los siguientes: efectos que se hubieran producido inevitablemente, contribuciones de terceros y duración del efecto.

A menudo, el consecuencialismo emerge como el enfoque más adecuado para evaluar el éxito de las emisiones de bonos de impacto. Este tipo de emisiones son frecuentemente

justificadas a través de análisis coste-beneficio, una forma de razonamiento consecuencialista que se alinea con el análisis económico tradicional, evaluando los méritos de las acciones en función de sus resultados. Consideramos que el consecuencialismo es preferible a los enfoques deontológicos para evaluar los bonos de impacto porque puede abordar directamente el impacto de estas intervenciones en el bienestar humano, mientras que los enfoques deontológicos podrían rechazar la mercantilización de la atención social en principio, sin evaluar adecuadamente sus méritos potenciales.

### **c. Estudio de casos**

En este subepígrafe se han seleccionado tres emisiones de bonos de impacto implementadas en diferentes países y con distintas características en lo que se refiere al capital recaudado, número de beneficiarios o sector en el que desarrolla su intervención (educación, empleo y reducción de la pobreza). Se han seleccionado estos proyectos por su relevancia en cuanto a volumen emitido y número de beneficiarios, y porque se suelen mencionar como casos de éxito en emisiones de bonos de impacto. Además, el propósito de seleccionar emisiones de naturalezas tan diversas es cubrir el mayor número posible de elementos que puedan surgir en cualquier intervención, y que potencialmente alteren su carácter transformador en la promoción de la equidad en la distribución de la riqueza, la lucha por la justicia social y la sostenibilidad a nivel ético. El contenido de este subepígrafe servirá de base para, a continuación, analizar las consideraciones éticas de cada una de estas emisiones.

Los proyectos analizados son los siguientes:

- *Village Enterprise Development Impact Bond*, el primer BID desarrollado para el alivio de la pobreza, lanzado para aumentar los ingresos de hogares en pobreza extrema a través de un programa de formación para crear microempresas en África Subsahariana.
- *Educate Girls Development Impact Bond*, el primer BID en educación del mundo, lanzado para mejorar la matriculación y los resultados de aprendizaje de niñas no escolarizadas en India.

- *Colombia Workforce Social Impact Bond: Empleando futuro*, un BIS dirigido a la capacitación y apoyo laboral a personas vulnerables en Bogotá, Cali y Pereira.

En la Tabla 1 se resume la información básica de cada uno de los proyectos.

Tabla 1. Características de las emisiones seleccionadas

	<b>Village Enterprise</b>	<b>Educate Girls</b>	<b>Colombia Workforce</b>
<b>Sector</b>	Reducción de la pobreza	Educación	Empleo
<b>Actividades de la intervención</b>	<p>Identificar individuos que viven en extrema pobreza.</p> <p>Crear grupos de ahorros empresariales que reciben un capital semilla y un programa de capacitación de 4 meses por un mentor local para aprender a gestionar una empresa.</p> <p>Dar una subvención a los participantes para poner en marcha una microempresa y dar orientación por un mentor durante un año.</p>	<p>Reforzar el impacto de la organización sin ánimo de lucro Educate Girls para dar educación a niñas entre 6 y 14 años en comunidades rurales.</p> <p>Celebrar reuniones con estudiantes y padres para abordar inquietudes concretas.</p> <p>Realizar tareas de divulgación para aumentar el número de inscripciones en distritos de difícil acceso.</p>	<p>Capacitar en habilidades, apoyo psicosocial y servicios de intermediación para la colocación y retención de empleo para personas vulnerables entre 18 y 40 años.</p> <p>Analizar el mercado laboral, sensibilizar a los potenciales empleadores, gestionar relaciones estratégicas con potenciales empleadores, preparar y acompañar a los participantes.</p>
<b>Duración</b>	Noviembre 2017- noviembre 2020	Junio 2015 - mayo 2018	Mayo 2017 - diciembre 2019
<b>Localización</b>	Áreas rurales remotas de Kenia y Uganda	Rajasthan, India	Bogotá / Cali / Pereira, Colombia
<b>Capital recaudado</b>	2,33 millones USD	292,90 mil USD	325,28 mil USD
<b>Beneficiarios</b>	14.000 personas	18.260 personas	899 personas
<b>Objetivo final</b>	Aumentar los ingresos de al menos 12.660 hogares en extrema pobreza de las zonas rurales de Kenia y Uganda mediante la creación de más de 4.000 microempresas sostenibles.	Reducir la tasa de analfabetización de niñas en Rajasthan.	Emplear a personas vulnerables en empleos formales y ayudarlas a conservar esos empleos al menos durante 3 meses.

Fuente: elaboración propia a partir de Government Outcomes Lab, 2022a, 2022b 2022c.

Tal y como se explicó en el epígrafe anterior, en cada proyecto se seleccionan unas métricas o indicadores de resultados que servirán como base para evaluar el éxito de la emisión y, por lo tanto, para calcular la remuneración que van a percibir los inversores. En la Tabla 2 se resumen las métricas de resultados de los tres proyectos analizados.

Tabla 2. Métricas de resultados de las emisiones seleccionadas

Proyecto	Métricas de resultados
<b>Village Enterprise</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Resultado 1: Aumento del consumo del hogar en comparación con el grupo de control.</li> <li>• Resultado 2: Aumento de los activos netos del hogar en comparación con el grupo de control.</li> </ul>
<b>Educate Girls</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Resultado 1: Logros de aprendizaje agregados para todos los estudiantes en los grados 3-5 según puntuaciones obtenidas en las pruebas ASER en relación con el grupo de control.</li> <li>• Resultado 2: Matrícula estudiantil definida por el número de niñas no escolarizadas (entre 7 y 14 años) inscritas en la escuela al final del tercer año.</li> </ul>
<b>Colombia Workforce</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Resultado 1: Inserción laboral formal (en fechas seleccionadas).</li> <li>• Resultado 2: Conservación del empleo durante tres meses (en fechas seleccionadas).</li> <li>• Resultado 3: Conservación del empleo durante seis meses (en fechas seleccionadas).</li> </ul>

Fuente: elaboración propia a partir de Government Outcomes Lab, 2022a, 2022b 2022c.

#### **d. Aspectos éticos: planteamiento teórico y aplicación a los casos seleccionados**

En el presente subepígrafe se analizan los aspectos éticos de los bonos de impacto, a partir del marco teórico propuesto por Satz (2010). En el contexto de su reflexión contra la mercantilización y la expansión de los mercados a ciertas áreas de la vida, esta autora propone cuatro criterios para la evaluación ética de los bonos de impacto. Los criterios están relacionados con la forma en que se toman las decisiones, el consentimiento y el daño potencial. Los criterios específicos para la evaluación ética de los bonos de impacto son: la asimetría informativa, el desequilibrio de poder, la generación de daño individual y la generación de daño social.

A continuación, explicaremos el significado de cada uno de estos criterios, en términos generales, y los pondremos en relación con los casos seleccionados en el epígrafe anterior.

El primer criterio que puede dar lugar a problemas éticos es la asimetría en la divulgación de información. A diferencia de lo que ocurre en transacciones de mercado simples, las emisiones de bonos de impacto involucran a múltiples actores, lo que aumenta la complejidad de las interacciones y la información necesaria para tomar las mejores decisiones por parte de los agentes involucrados. Si los beneficiarios no son conscientes de los incentivos financieros detrás de los programas, incluida la generación de beneficios para los inversores, su percepción y participación en ellos puede verse perjudicada.

Por ejemplo, si los individuos seleccionados para el proyecto *Village Enterprise* no hubiesen estado plenamente informados de que los inversores obtienen beneficios financieros de sus microempresas, podrían haberse sentido utilizados o desincentivados a participar, afectando a la eficacia del proyecto. Del mismo modo, los participantes de *Colombia Workforce* podrían haberse sentido como instrumentos para generar beneficios financieros más que como beneficiarios de un servicio social.

Sin embargo, en ciertos casos puede ser necesario no desvelar toda la información con el fin de mantener la integridad del programa y no comprometer los resultados de la intervención, especialmente cuando se utilizan grupos de control y grupos experimentales para medir los resultados de la intervención puede resultar conveniente ocultar la información a los sujetos sobre a qué grupo pertenecen. Como señala Satz (2010), esta restricción debe ser compatible con un nivel de transparencia e información que garantice la ética del proyecto.

En el contexto del proyecto *Educate Girls*, esto habría implicado asegurar que las familias entendiesen que la inversión buscaba mejorar la educación de sus hijas, sin detallar los mecanismos de financiamiento que podrían haber sesgado sus respuestas durante la evaluación de resultados. Si esta información hubiese sido expuesta, las familias podrían haber tratado de influir en las respuestas tratando así de garantizar la continuidad de la financiación.

El segundo criterio que se debe considerar a la hora de analizar la ética de un bono de impacto se refiere a los posibles desequilibrios de poder entre los participantes. Esta situación se produce cuando determinados individuos, especialmente vulnerables o desfavorecidos, no están en condiciones de dar un consentimiento informado a su participación en el proyecto. Este sería el caso de los menores de edad o personas con problemas de salud que estuviesen involucradas en cualquiera de los proyectos mencionados anteriormente. La presencia de figuras autoritarias podría afectar, de forma no deseable, a esta decisión, pudiéndose dar el caso de que la participación en el programa no sea la mejor alternativa para el individuo con el consiguiente problema ético.

Además de las preocupaciones sobre el consentimiento individual, se discuten las inequidades en el nivel organizacional, como desequilibrios de poder entre inversores, proveedores de servicios y entidades gubernamentales que pueden conducir a acuerdos contractuales injustos o a la explotación. Por ejemplo, las entidades gubernamentales y los inversores podrían haber dictado términos que la organización sin ánimo de lucro *Educate Girls* debiese aceptar para recibir financiación, lo que podría haber comprometido la misión educativa en favor de intereses financieros.

El tercer criterio se refiere a la posible generación de daños individuales a los receptores de la intervención financiada por una emisión de bonos de impacto. Los daños individuales se producen cuando se priorizan objetivos a corto plazo o beneficios financieros sobre el bienestar social y el desarrollo a largo plazo. En particular, se menciona la posibilidad de que los bonos de impacto puedan enfocarse en lograr resultados a corto plazo para satisfacer criterios de pago específicos, en detrimento de objetivos sociales más amplios y sostenibles que requieren inversión y compromiso a largo plazo.

Este sería, por ejemplo, el caso del proyecto *Colombia Workforce* si la presión por cumplir con las cifras de colocación laboral en un plazo determinado hubiera llevado a que los beneficiarios fuesen dirigidos a empleos que no coincidiesen con sus habilidades o intereses. En el proyecto *Village Enterprise*, el hecho de buscar retornos rápidos a las inversiones podría haber desviado el apoyo a microempresas que, aunque

proporcionasen un menor rendimiento a corto plazo, pusiesen llegar a tener un impacto social más profundo y sostenible para la comunidad.

Algunos autores utilizan los términos *creaming* y *parking* para referirse a situaciones en las que los inversores y las ONG priorizan prestar el servicio a aquellas personas que pueden resultar “más fáciles de ayudar” o tienen más probabilidades de alcanzar los resultados prefijados, dejando de lado a los aquellos que requieren más recursos o atención, afectando así a la equidad del programa.

El cuarto y último criterio que es necesario considerar a la hora de valorar los aspectos éticos de un bono de impacto se refiere al riesgo de generar daño a la sociedad en su conjunto. Este riesgo se materializa cuando las intervenciones no son capaces de lograr cambios sociales significativos porque se enfocan en aliviar síntomas o problemas inmediatos, sin abordar las causas subyacentes más profundas. Esta situación tendría como consecuencia la transferencia de recursos del sector público al privado sin asegurar beneficios relevantes a largo plazo para las comunidades locales.

Esta situación podría haberse dado si el proyecto *Educate Girls* al centrarse en el aumento de las tasas de matrícula escolar, no atendiese las barreras culturales y estructurales más profundas que dificultan el acceso a la educación de las niñas. En este caso no se lograría un cambio sostenible en la igualdad de género en el acceso a la educación en India, ya que con la finalización del proyecto la situación continuaría siendo la misma para las siguientes generaciones de niñas.

Otros criterios consideramos que pueden ser utilizados para la evaluación ética de los bonos de impacto son la financiarización de los servicios públicos y la monetización de las necesidades de las personas más vulnerables de la sociedad.

La financiarización de la atención social o de la ayuda internacional mediante bonos de impacto podría tener consecuencias negativas para el bienestar social, especialmente si resulta en una reducción de servicios públicos. La financiarización se refiere a un proceso mediante el cual la formulación de políticas públicas y económicas se subordinan a los intereses del sector financiero. De este modo dar un servicio público se convierte en una transacción, alterando su naturaleza. Al vincular la toma de decisiones del sector público

a márgenes de beneficio, se teme que el foco se desplace de satisfacer necesidades sociales a generar ganancias, lo que podría llevar a una disminución en la disponibilidad o calidad de estos servicios.

En línea con la idea anterior, los críticos de los bonos de impacto argumentan que financiar directamente los servicios públicos podría resultar más económico que crear para ello instrumentos financieros como los bonos de impacto, ya que no implicaría tener que hacer frente a los costes de transacción ni retribuciones a los inversores. Sin embargo, como hemos destacado anteriormente, uno de los principales beneficios de los bonos de impacto es su capacidad para atraer grandes cantidades de capital hacia áreas y sectores desatendidos que, de otro modo, no recibirían esa inversión.

La preocupación en torno a la monetización de la ayuda a las personas más vulnerables de la sociedad es otro criterio que suele estar muy presente en los debates en torno a las limitaciones éticas de los bonos de impacto. Los defensores de esta postura sostienen que no es moral obtener ganancias financieras a partir del apoyo a personas vulnerables, ya que su bienestar se convierte en una oportunidad de inversión. La esencia de este argumento radica en el conflicto entre la motivación de lucro y la misión social de ayudar a los necesitados.



## 5. CONCLUSIONES

El objetivo principal de este trabajo es determinar los requisitos que deben reunir las emisiones de bonos de impacto para que puedan cumplir con su misión de canalizar fondos hacia actividades que persiguen objetivos medioambientales y sociales, contribuyendo así a la transformación de la sociedad. Para ello nos planteamos tres objetivos.

El primero de ellos era analizar el mercado de la inversión de impacto, desde su nacimiento hasta la actualidad, y su vinculación con los ODS. Tras el análisis, hemos concluido que la inversión de impacto ha tenido un crecimiento exponencial, alcanzando 1,164 billones de dólares en activos bajo gestión de casi 3.500 organizaciones en 2022,. De entre todos los instrumentos financieros a través de los cuales se puede materializar la inversión de impacto, hemos profundizado en los bonos de impacto. En la actualidad hay 210 emisiones activas, siendo los principales emisores Reino Unido, Estados Unidos, Holanda y Portugal.

Como segundo objetivo nos planteábamos evaluar la contribución de los bonos de impacto a la transformación social, en particular su contribución a los ODS, así como analizar los beneficios y limitaciones de las emisiones de bonos de impacto. Es decir, en qué medida la utilización de esta herramienta financiera contribuye o perjudica la consecución del objetivo del logro de la intervención.

Los bonos de impacto permiten alinear las intervenciones de tipo social y medioambiental con los ODS, tal y como se pone de manifiesto en las emisiones analizadas en este trabajo. Sin embargo, la realidad del mercado revela que la mayoría de las emisiones suelen estar vinculadas con los mismos ODS, por lo que creemos que es necesario diversificar y expandir el alcance de estas inversiones para maximizar su impacto global.

El estudio analizado pone de manifiesto la capacidad de los bonos de impacto para movilizar un volumen elevado de recursos para llevar a cabo intervenciones de tipo social o medioambiental, recursos que los gobiernos no podrían conseguir sin la ayuda de inversores privados. Además, la medición rigurosa del impacto que tiene lugar en estos instrumentos financieros y la colaboración entre instituciones públicas, privadas y ONG

constituyen una garantía de la profesionalidad de la intervención.

En el caso de las emisiones internacionales se podría argumentar que estos instrumentos facilitan la cooperación internacional para el desarrollo, al permitir canalizar el ahorro de los inversores de países más desarrollados hacia los países en vías de desarrollo. Impacto principalmente al transferir el riesgo que asumirían las entidades gubernamentales al sector privado.

Para los inversores con inclinaciones filantrópicas, los bonos de impacto ofrecen la oportunidad de involucrarse en la consecución de objetivos de tipo social, sin dejar de obtener un rendimiento financiero. Aunque este tipo de proyectos, por su naturaleza, requieran de un largo período de tiempo para que tener resultados visibles, la medición del impacto constituye una garantía para el inversor de la buena marcha de la intervención.

Precisamente, uno de los principales retos es el referido a la medición precisa del impacto y el cumplimiento de los elevados requisitos de transparencia que se exigen en este tipo de intervenciones, así como la correcta definición de lo que se considera como una intervención exitosa. La evaluación del impacto requiere un análisis estadístico y econométrico complejo, lo que implica disponer de conocimientos técnicos avanzados. Este análisis es fundamental especialmente en situaciones de problemas sociales complejos o cuando la implementación conlleva riesgos significativos para las partes involucradas. Los críticos alegan que la recopilación de datos encarece sustancialmente los proyectos, lo cual puede dificultar el propósito de la emisión, siendo este problema especialmente grave en regiones donde conseguir la información es muy costoso.

Más allá de los beneficios mencionados, los bonos de impacto se enfrentan una serie de desafíos y críticas que destacan tanto su complejidad operativa como las dificultades inherentes a su desarrollo. Con la expansión del mercado de bonos de impacto, han ido surgiendo defensores de una mayor estandarización en la estructura y fijación de objetivos en los proyectos, así como en los tipos de métricas y métodos de evaluación que podrían usarse. Los defensores de la estandarización alegan que con ello se lograría reducir los costes y mejorar la relación calidad-precio de estos instrumentos, haciéndolos

más útiles. Sin embargo, la constante innovación en el campo con la aparición de nuevos tipos de bonos dificultan la tarea de estandarización.

Otra idea a destacar es el crecimiento desigual que ha experimentado el mercado de bonos de impacto entre diferentes regiones. Sin duda, el éxito de los proyectos está influenciado por determinados factores que forman parte del ecosistema del país. Entre ellos se incluyen el apoyo activo de entidades gubernamentales y grandes fundaciones, que ayudan a crear un entorno regulatorio favorable y una infraestructura que facilita el acceso a este mercado. La existencia de redes de colaboración sólidas entre los distintos actores y de plataformas especializadas son también importantes puesto que facilitan la movilización de capital y la conexión entre los inversores y las organizaciones del sector social.

El tercer objetivo del trabajo hace referencia a los problemas de tipo ético que pueden surgir en torno a las emisiones de bonos de impacto. Para analizar los posibles elementos que podrían perjudicar el objetivo de una intervención, se ha recurrido a un estudio de casos. Se han seleccionado tres emisiones de bonos de impacto implementadas en países de distintos continentes, que tienen distintas características en lo que se refiere al capital recaudado, número de beneficiarios o sector en el que desarrolla su intervención, incluyendo la desigualdad económica y reducción de la pobreza, la educación y el empoderamiento de la mujer, y la inserción laboral de personas en situación de vulnerabilidad.

Entre las cuestiones de tipo ético de los bonos de impacto, cabe mencionar la posible aparición de conflictos de interés y desequilibrio de poder entre los agentes involucrados, la dificultad para encontrar un equilibrio justo en la divulgación de información, de forma que no se comprometan los resultados de la intervención, y la posibilidad de que se prioricen objetivos a corto plazo en detrimento de objetivos sociales más amplios, que requieren mayor inversión. Las consecuencias negativas afectan tanto a los individuos que reciben las intervenciones como a la sociedad en su conjunto, con prácticas como el *creaming* y el *parking* en las que se selecciona a los individuos beneficiarios de la intervención de forma que se maximice la rentabilidad total del proyecto. Además, existe el riesgo de que la financiarización de los servicios públicos y la monetización de la ayuda

a personas vulnerables reduzcan la calidad y accesibilidad de estos servicios, abordando problemas a corto plazo sin enfrentar las causas subyacentes más profundas.

Para superar estos desafíos y asegurar el éxito a largo plazo de los bonos de impacto, consideramos crucial fortalecer la responsabilidad y la rendición de cuentas de todos los actores involucrados en los bonos de impacto, desde inversores hasta proveedores de servicios y entidades gubernamentales. Esto incluye el desarrollo de mecanismos transparentes y accesibles para la evaluación y el seguimiento de las acciones de los participantes, además de los impactos generados. De este modo se evitan prácticas que puedan distorsionar la verdadera eficacia de los programas.

Finalmente, resulta fundamental reconocer que los problemas más complejos a los que se enfrenta la sociedad no pueden ser abordados con soluciones simples. Los bonos de impacto requieren un diseño cuidadoso y considerado, con proyectos bien desarrollados y métricas precisas que permitan realizar mediciones objetivas. En el caso contrario los esfuerzos no servirían para promover un cambio significativo y duradero.

Consideramos que los bonos de impacto son una buena herramienta a priori, ya que tienen un potencial clave en las relaciones internacionales para la transformación de la sociedad. No obstante, requieren un enfoque cuidadoso y bien definido para evitar que estos instrumentos, diseñados desde un primer momento de manera ética, puedan llegar a no serlo por las acciones llevadas a cabo por los agentes involucrados, desviándose así de sus verdaderos objetivos. Los bonos de impacto que consideramos que se deben promover son aquellos que cumplan las siguientes características. En primer lugar, ser sostenibles económicamente, ya que por su naturaleza no son meramente instrumentos de filantropía. En segundo lugar, tener un carácter transformador, buscando promover cambios estructurales significativos en la sociedad. Por último, deben incorporar una dimensión de sostenibilidad ética, que promueva valores como la lucha contra la desigualdad social y una distribución más equitativa de la riqueza.

A continuación, destacamos algunas propuestas para evitar que las acciones tengan los impactos negativos mencionados anteriormente. En primer lugar, considero fundamental que, antes de proceder con la emisión, los gobiernos lleven a cabo una evaluación

cuidadosa de los posibles problemas éticos relacionados con su lanzamiento para evitar complicaciones posteriores. Asimismo, el diseño de los bonos de impacto constituye una de las partes más importantes de la emisión, por lo que es crucial invertir en una buena elaboración de este diseño, ya que los problemas complejos requieren soluciones bien elaboradas y no meramente respuestas simplistas. Además, es esencial asegurarse de que los bonos de impacto no se utilicen como herramienta política, sino que se mantengan enfocados en sus objetivos originales de generar impacto social y económico positivo.

Por todo lo mencionado anteriormente, resulta evidente que nos encontramos en un momento clave para el desarrollo y la consolidación de la industria de la inversión de impacto, que marcará el futuro de la industria financiera, los mercados de capitales y las estrategias corporativas. Aunque enfrenta diversos retos, también se presenta un gran abanico de oportunidades que, con la colaboración adecuada entre las partes interesadas, terminará por construir los cimientos de la industria. Si bien desde esta investigación se respalda el uso de los bonos de impacto, es crucial analizar cómo evolucionan las emisiones que se encuentran actualmente en etapas de desarrollo e implementación a lo largo de los próximos años, así como analizar el impacto a largo plazo de los proyectos ya finalizados, para poder formular conclusiones más precisas.

En la realización de este trabajo nos hemos encontrado con ciertas limitaciones. Por un lado, la reciente aparición de los bonos de impacto como herramienta de inversión de impacto dificulta la realización de un análisis exhaustivo. Dado que las emisiones están diseñadas para tener un impacto a largo plazo, aún no se han recopilado suficientes resultados concretos de la mayoría de los proyectos. Además, para muchas de las emisiones ya finalizadas la información publicada es también muy escasa. El aumento de la transparencia en la publicación de información sobre los proyectos de bonos de impacto es crucial y tiene el potencial de favorecer significativamente el desarrollo del propio mercado, ya que puede contribuir a generar mayor confianza entre los inversores y las partes interesadas.

Por otro lado, debido al alcance limitado de este trabajo hemos analizado un número reducido de casos prácticos. No obstante, hubiera sido deseable considerar un mayor número de emisiones que abarcasen un mayor número y variedad de políticas, y cuyas

intervenciones se hubiesen realizado en distintas localizaciones y contextos. La mayor variedad y profundidad de los casos prácticos podrían haber proporcionado una perspectiva más amplia y detallada sobre posibles nuevos elementos que puedan afectar a su sostenibilidad ética y cómo podrían ser mejorados para maximizar su impacto dependiendo del entorno.

Esta línea de investigación podría ampliarse mediante la inclusión de un análisis comparativo que explore los factores que pueden afectar a la sostenibilidad ética de los bonos de impacto en comparación con otras herramientas financieras utilizadas en la inversión de impacto. Adicionalmente, sería interesante evaluar los resultados de la inversión de impacto en el logro de objetivos específicos como la evaluación del impacto en la justicia social, el cuidado del medioambiente o la equidad en la distribución de recursos, entre otros.

## BIBLIOGRAFÍA

- Ayllón, B. (2007). La Cooperación Internacional para el Desarrollo: fundamentos y justificaciones en la perspectiva de la Teoría de las Relaciones Internacionales. *Carta Internacional*, 2(2), 25-40. Recuperado en abril de 2024, de <https://www.cartainternacional.abri.org.br/Carta/article/view/416>
- Brookings Institution. (febrero de 2024). *Social and development impact bonds by the numbers: February 2024 snapshot*. Recuperado en febrero de 2024, de <https://www.brookings.edu/articles/social-and-development-impact-bonds-by-the-numbers/>
- Carè, R., Rania, F., & De Lisa, R. (2020). Critical Success Factors, Motivations, and Risks in Social Impact Bonds. *Sustainability*, 12(18), 1-17. Recuperado en octubre de 2023, de <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/18/7291>
- Casasnovas, G., Picardo, T., & González, M. (2023). *La oferta de capital de impacto en España en 2022*. SpainNab. Recuperado en septiembre de 2023, de [https://spainnab.org/wp-content/uploads/2023/09/Informe-SpainNAB\\_Oferta-Capital-Impacto-Epana.pdf](https://spainnab.org/wp-content/uploads/2023/09/Informe-SpainNAB_Oferta-Capital-Impacto-Epana.pdf)
- Dirección gernal del Tesoro y Política Financiera. (s.f.). *Deuda Pública: Bonos y Obligaciones del Estado*. Recuperado en febrero de 2024, de <https://www.tesoro.es/deuda-publica/los-valores-del-tesoro/bonos-y-obligaciones-del-estado>
- Edmiston, D., & Nicholls, A. (2018). Social Impact Bonds: The Role of Private Capital in Outcome-Based Commissioning. *Cambridge University Press*, 47(1), 57-76. Recuperado en marzo de 2024, de [https://www.researchgate.net/publication/316283593\\_Social\\_Impact\\_Bonds\\_The\\_Role\\_of\\_Private\\_Capital\\_in\\_Outcome-Based\\_Commissioning](https://www.researchgate.net/publication/316283593_Social_Impact_Bonds_The_Role_of_Private_Capital_in_Outcome-Based_Commissioning)
- European Commission. (s.f.). *Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs: Social enterprises*. Recuperado en enero de 2024, de [https://single-market-economy.ec.europa.eu/sectors/proximity-and-social-economy/social-economy-eu/social-enterprises\\_en](https://single-market-economy.ec.europa.eu/sectors/proximity-and-social-economy/social-economy-eu/social-enterprises_en)
- Fontrodona, J., Levy, D., Sanz, P., & Casas, M. (2015). *La apuesta del Impact Investing: Invertir contribuyendo a la mejora de la sociedad*. IESE Business School. Recuperado en diciembre de 2023, de <https://www.iese.edu/media/research/pdfs/ST-0380.pdf>
- Ford, D., & White, R. (2019). Social impact bonds: The goose and the golden eggs at risk. *Systems Research and Behavioral Science*, 37(2), 333-344. Recuperado en septiembre de 2023, de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/sres.2632>
- GIIN. (2023a). *What You Need to Know About Impact Investing*. Recuperado en septiembre de 2023, de <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/>
- GIIN. (2023b). *Core characteristics of Impact Investing*. Recuperado en septiembre de 2023, de [https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics\\_webfile.pdf](https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics_webfile.pdf)

- Government Outcomes Lab. (2022a). *Colombia Workforce Development SIB Case Study*. Recuperado en marzo de 2024, de <https://golab.bsg.ox.ac.uk/knowledge-bank/case-studies/colombia-workforce-sib/>
- Government Outcomes Lab. (2022b). *Educate Girls DIB Case Study*. Recuperado en marzo de 2024, de <https://golab.bsg.ox.ac.uk/knowledge-bank/case-studies/educate-girls/>
- Government Outcomes Lab. (2022c). *Village Enterprise DIB Case Study*. Recuperado en marzo de 2024, de <https://golab.bsg.ox.ac.uk/knowledge-bank/case-studies/village-enterprise-dib/>
- Government Outcomes Lab. (2024). *Impact Bond Dataset*. Recuperado en febrero de 2024, de <https://golab.bsg.ox.ac.uk/knowledge-bank/indigo/impact-bond-dataset-v2/>
- Government Outcomes Lab. (s.f.). *Impact Bonds*. Recuperado en octubre de 2023, de [https://golab.bsg.ox.ac.uk/the-basics/social-impact-bonds/#how-and-why-did-impact-bonds-emerge\\_\\_starting-in-the-uk](https://golab.bsg.ox.ac.uk/the-basics/social-impact-bonds/#how-and-why-did-impact-bonds-emerge__starting-in-the-uk)
- GSG. (2023). *Impact investment perspectives and opportunities to support the social agenda*. GSG. Recuperado en octubre de 2023, de <https://gsgii.org/reports/impact-investment-perspectives-and-opportunities-to-support-the-social-agenda/>
- Guzzini, S., & Leander, A. (2006). *Constructivism and International Relations*. Routledge. Recuperado en abril de 2024, de [https://www.researchgate.net/profile/Stefano-Guzzini/publication/280532242\\_Constructivism\\_and\\_International\\_Relations\\_Alexander\\_Wendt\\_and\\_his\\_Critics/links/6334423a769781354ea199d4/Constructivism-and-International-Relations-Alexander-Wendt-and-his-Critics](https://www.researchgate.net/profile/Stefano-Guzzini/publication/280532242_Constructivism_and_International_Relations_Alexander_Wendt_and_his_Critics/links/6334423a769781354ea199d4/Constructivism-and-International-Relations-Alexander-Wendt-and-his-Critics)
- Hand, D., Ringel, B., & Danel, A. (2022). *GIINSIGHT 2022: Sizing the Impact Investing Market: 2022*. GIIN. Recuperado en diciembre de 2023, de <https://thegiin.org/assets/2022-Market%20Sizing%20Report-Final.pdf>
- Hand, D., Sunderji, S., & Pardo, N. M. (2023a). *2023 GIINSIGHT: Impact Investing Allocations, Activity and Performance*. GIIN. Recuperado en septiembre de 2023, de <https://thegiin.org/assets/documents/pub/2023-GIINsight/2023%20GIINsight%20%E2%80%93%20Impact%20Investing%20Allocations,%20Activity%20&%20Performance.pdf>
- Hand, D., Sunderji, S., & Pardo, N. M. (2023b). *2023 GIINSIGHT: Impact Measurement & Management Practice*. GIIN. Recuperado en septiembre de 2023, de <https://thegiin.org/assets/documents/pub/2023-GIINsight/2023%20GIINsight%20%E2%80%93%20Impact%20Measurement%20and%20Management%20Practice.pdf>
- Hazenbergh, R., Seddon, F., & Denny, S. (2014). Intermediary Perceptions of Investment Readiness in the UK Social Investment Market. *VOLUNTAS: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations*, 26(3), 846-871. Recuperado en marzo de 2024, de <https://pure.northampton.ac.uk/en/publications/intermediary->



perceptions-of-investment-readiness-in-the-uk-social

- Hehenberger, L., Casanovas, G., Urriolagoitia, L., Blanco, L., & Ruiz de Munain, J. (2019). *Hacia una economía de impacto: Recomendaciones para impulsar la inversión de impacto en España*. SpainNab. Recuperado en diciembre de 2023, de <https://www.cuatrecasas.com/resources/foro-impacto-informe-final-hacia-una-economia-de-impacto-616edb0ad1e23838313336.pdf?v1.63.1.20231123>
- Islam, S. M. (2022). Impact investing in social sector organisations: a systematic review and research agenda. *Accounting & Finance*, 62(1), 709-737. Recuperado en octubre de 2023 de [https://www.researchgate.net/publication/351550464\\_Impact\\_investing\\_in\\_social\\_sector\\_organisations\\_a\\_systematic\\_review\\_and\\_research\\_agenda](https://www.researchgate.net/publication/351550464_Impact_investing_in_social_sector_organisations_a_systematic_review_and_research_agenda)
- Islam, S., & Rahman, A. (2023). Impact investment deal flow and Sustainable Development Goals: "Mind the gap?". *Accounting & Finance*, 63(4), 3797-3813. Recuperado en diciembre de 2023, de [https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/acfi.13068?saml\\_referrer](https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/acfi.13068?saml_referrer)
- Jiménez, C. G. (2003). Las teorías de la cooperación internacional dentro de las relaciones internacionales. *Polis: Investigación y Análisis Sociopolítico*, 2(3), 115-147. Recuperado en abril de 2024 de <https://www.redalyc.org/pdf/726/72620305.pdf>
- Keohane, R. (2002). *Power and Governance in a Partially Globalized World: International liberalism reconsidered*. Routledge. Recuperado en abril de 2024, de <https://www.taylorfrancis.com/chapters/edit/10.4324/9780203218174-4/international-liberalism-reconsidered-1-robert-keohane>
- Mazucca, M., Panzera, E., & Ruberto, S. (2023). The investor's participation in social impact bonds. *International Review of Economic & Finance*, 86, 349-363. Recuperado en octubre de 2023, de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1059056023000886>
- Moravcsik, A. (1997). Taking Preferences Seriously: A Liberal Theory of International Politics. *The MIT Press*, 51(4), 513-553. Recuperado en abril de 2024, de <https://www.jstor.org/stable/2703498#:~:text=URL%3A%20https%3A%2F%2Fwww.jstor.org%2Fstable%2F2703498%0A%5BImage%20%5D%0AVisible%3A%20%25%20,100>
- Morgenthau, H. (1973). *Politics among nations: The Struggle for Power and Peace*. Indian Reprint. Recuperado en abril de 2024, de <https://www.jstor.org/stable/2144235>
- OECD. (2016). *Understanding Social Impact Bonds*. Recuperado en febrero de 2024, de <https://www.oecd.org/cfe/leed/UnderstandingSIBsLux-WorkingPaper.pdf>
- ONU. (2015). *Transforming our World: the 2030 Agenda for Sustainable Development*. Recuperado en diciembre de 2023, de <https://sdgs.un.org/sites/default/files/publications/21252030%20Agenda%20for%20Sustainable%20Development%20web.pdf>
- ONU. (2023). *Informe de los Objetivos de Desarrollo Sostenible 2023: Edición especial*.

- Naciones Unidas. Recuperado en diciembre de 2023, de [https://unstats.un.org/sdgs/report/2023/The-Sustainable-Development-Goals-Report-2023\\_Spanish.pdf](https://unstats.un.org/sdgs/report/2023/The-Sustainable-Development-Goals-Report-2023_Spanish.pdf)
- ONU. (s.f.). *Sostenibilidad*. Recuperado en diciembre de 2023, de <https://www.un.org/es/impacto-acad%C3%A9mico/sostenibilidad>
- Ortega, C. F. (2003). Thomas Samel Kuhn y la teoría de las revoluciones científicas. *Exegénesis pedagógica*(3). Recuperado en abril de 2024, de [https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/54666820/exegesis\\_2003-libre.pdf?1507557551=&response-content-disposition=inline%3B+filename%3DExegesis\\_pedagogica\\_No\\_3\\_Thomas\\_Samuel\\_K.pdf&Expires=1712748217&Signature=Asy-zddonUDfevQDwVLYxv64rOJ4WVd96JG17kdixZU3xrdy](https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/54666820/exegesis_2003-libre.pdf?1507557551=&response-content-disposition=inline%3B+filename%3DExegesis_pedagogica_No_3_Thomas_Samuel_K.pdf&Expires=1712748217&Signature=Asy-zddonUDfevQDwVLYxv64rOJ4WVd96JG17kdixZU3xrdy)
- Pauselli, G. (2013). Teorías de relaciones internacionales y la explicación de la ayuda externa. *Revista Iberoamericana de Estudios de Desarrollo*, 2(1), 72-92. Recuperado en abril de 2024, de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4480294>
- Pequenez, N. (Dirección). (2018). *The Invisible Heart* [Película]. Recuperado en abril de 2024, de <https://vimeo.com/ondemand/invisibleheart>
- PRI. (2021). *Principios para la Inversión Responsable*. Recuperado en enero de 2024, de <https://www.unpri.org/download?ac=10970>
- PRI. (2024). *Principles for Responsible Investment: Signatory directory*. Recuperado en enero de 2024, de <https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/signatory-directory>
- PwC. (2021). *Inversión de Impacto: Capitalismo y Sostenibilidad*. Fundación PwC. Recuperado en enero de 2023, de [https://www.openvaluefoundation.org/images/Documentos/Capitalismo\\_Sostenibilidad.pdf](https://www.openvaluefoundation.org/images/Documentos/Capitalismo_Sostenibilidad.pdf)
- PwC. (2022). *Exponential expectations for ESG*. Fundación PwC. Recuperado en enero de 2023, de <https://www.pwc.com/gx/en/financial-services/assets/pdf/pwc-awm-revolution-2022.pdf>
- Ramírez, M., & de Miguel, D. (2023). *Cuadernos de finanzas sostenibles y economía*. Fundación ICO, 2, 13-20. Recuperado en enero de 2024, de [https://www.fundacionico.es/documents/137403/644178/Cuadernos+FS\\_N%C2%BA3\\_FINAL.pdf/898b1a23-9eaa-12fc-b5ab-4f0e920c097e?t=1705494756261](https://www.fundacionico.es/documents/137403/644178/Cuadernos+FS_N%C2%BA3_FINAL.pdf/898b1a23-9eaa-12fc-b5ab-4f0e920c097e?t=1705494756261)
- Rosales, A. (2004). Naturaleza orgánica y responsabilidad ética: Hans Jonas y sus críticos. *Trans/Form/Ação*, 27(2), 97-111. Recuperado en marzo de 2024, de [https://www.researchgate.net/publication/237542425\\_Naturaleza\\_organica\\_y\\_responsabilidad\\_etica\\_Hans\\_Jonas\\_y\\_sus\\_criticos](https://www.researchgate.net/publication/237542425_Naturaleza_organica_y_responsabilidad_etica_Hans_Jonas_y_sus_criticos)
- Satz, D. (2010). *Why Some Things Should Not Be for Sale: The Moral Limits of Markets*. Oxford University Press. Recuperado en abril de 2024, de <https://warwick.ac.uk/fac/soc/philosophy/intranets/undergraduate/modules/ph>

- 360/coursecontent2014-15/debra\_satz\_why\_some\_things\_should\_not\_be\_for\_sale\_the\_moral\_limits\_of\_markets\_oxford\_political\_philosophy\_\_2010.pdf
- Singhania, M., & Swami, D. (2023). Impact investing: Scientometric review and research agenda. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 1-36. Recuperado en septiembre de 2023, de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/beer.12599>
- Tan, S., Fraser, A., McHugh, N., & Warner, M. (2021). Widening perspectives on social impact bonds. *Journal of Economic Policy Reform*, 24(1), 1-10. Recuperado en octubre de 2023, de <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/17487870.2019.1568249>
- Tekula, R., & Kirsten, A. (2019). The Role of Government, Nonprofit, and Private Facilitation of the Impact Investing Marketplace. *Public Performance and Management*, 42(1), 142-161. Recuperado en marzo de 2024, de <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/15309576.2018.1495656>
- Vitórica, A., Blanco, L., Sáez, P., & Ruiz, J. (2021). *Toolkit para atraer fondos públicos y privados para catalizar la inversión de impacto. Parte 3: La medición y la gestión del impacto*. GSG. Recuperado en septiembre de 2023, de <https://gsgii.org/reports/toolkit-para-atraer-fondos-publicos-y-privados-para-catalizar-la-inversion-de-impacto-2/>
- Yasar, B. (2021). Impact investing: A review of the current state and opportunities for development. *Istanbul Business Research*, 50(1), 177-196. Recuperado en septiembre de 2023, de <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/1900324>

## ANEXO 1:

PROJECT NAME	POLICY SECTOR	COUNTRY	CAPITAL RAISED	TOTAL Nº BENEFICIARIES	SDGs	BOND TYPE
<b>Proyecto Tu Futuro - Buenos Aires Youth Employability SIB</b>	Employment and training	Argentina	ARS 26.62m (USD 1.10m)	875	4, 8	Domestic
<b>Benevolent Society Social Benefit Bond (New South Wales)</b>	Child and family welfare	Australia	AUD 10m (USD 9.65m)	303	16	Domestic
<b>New South Wales Newpin Social Benefit Bond</b>	Child and family welfare	Australia	AUD 7m (USD 6.76m)	700	3, 16	Domestic
<b>On TRACC Social Impact Investment - New South Wales</b>	Criminal justice	Australia	0 (USD 0)	3900	16	Domestic
<b>Perspective: Work - Economic and social empowerment for women affected by violence</b>	Employment and training	Austria	EUR 804.69k (USD 892.45k)	75	8	Domestic
<b>Duo for a job</b>	Employment and training	Belgium	EUR 234k (USD 310.46k)		8	Domestic
<b>Colombia Workforce Development SIB: Empleado Futuro</b>	Employment and training	Colombia	COP 960m (USD 325.28k)	899	8	International
<b>Kotouttamisen SIB (Integration Project)</b>	Employment and training	Finland	EUR 14.30m (USD 16.11m)		8	Domestic
<b>Epiqus Työhyvinvointi I ("Tyhy-SIB") (Epiqus Occupational Wellbeing)</b>	Health	Finland	EUR 1.50m (USD 1.66m)	1300	3	Domestic
<b>JuMP - Jugendliche mit Perspektive (Youth with perspective)</b>	Employment and training	Germany	EUR 250k (USD 331.94k)	69	8	Domestic
<b>Educate Girls</b>	Education	India	HF 267.73k (USD 292.90k)	18260	4	International
<b>Quality Education India Development Impact Bond</b>	Education	India	USD 3m	200000	4	International
<b>The Utkrish Impact Bond</b>	Health	India	USD 2.90m	13449	3	International
<b>Village Enterprise Development Impact Bond</b>	Poverty reduction	Kenya / Uganda	USD 2.33m	14000	1	International
<b>Buzinezzclub (Rotterdam)</b>	Employment and training	Netherlands	EUR 720k (USD 955.97k)		8	Domestic
<b>Improving Mental Health and Employment Social Bond (Auckland)</b>	Employment and training	New Zealand	USD 1.50m	1700 *	3, 8	Domestic
<b>Asháninka Impact Bond (Peru Sustainable Cocoa and Coffee Production DIB)</b>	Agriculture and environment	Peru	USD 110k	99	2	International
<b>Projeto Família (Project Family)</b>	Child and family welfare	Portugal	EUR 433.28k (USD 488.25k)	180	3	Domestic
<b>Academia de Código Bootcamps (Code Academy Bootcamp)</b>	Employment and training	Portugal	EUR 723.50k (USD 815.31k)	174	8	Domestic
<b>Faz-te Forward (Bring Yourself Forward)</b>	Employment and training	Portugal	EUR 387.85k (USD 437.06k)	150	8	Domestic
<b>Academia de Código Junior (Junior Code Academy)</b>	Education	Portugal	EUR 125k (USD 138.63k)	50	4	Domestic
<b>Sapie (Alentejo)</b>	Education	Portugal	EUR 58.92k (USD 69.55k)	12000 *	4	Domestic
<b>Sapie (Norte)</b>	Education	Portugal	EUR 272.52k (USD 321.68k)	55000 *	4	Domestic
<b>Programa Integrado de Promoção da Literacia (Integrated Literacy Programme)</b>	Education	Portugal	EUR 270.40k (USD 319.17k)	444	4	Domestic

<b>Early Childhood Development (ECD) Impact Bond Innovation Fund</b>	Child and family welfare	South Africa	South African Rand 9.03m (USD 1.04m)	4000	3, 4, 8	Domestic
<b>Bonds 4 Jobs (South Africa)</b>	Employment and training	South Africa	South African Rand 75m (USD 8.63m)	2000	8	Domestic
<b>Haebom Project - Gyeonggi Province SIB</b>	Employment and training	Korea, Republic of	South Korean Won 1.55b (USD 1.36m)	800	8	Domestic
<b>Newpin Queensland Social Benefit Bond</b>	Child and family welfare	Australia	AUD 6m (USD 4.60m)		3	Domestic
<b>NYC Adolescent Behavioral Learning Experience (i.e. ABLE) Project for Incarcerated Youth</b>	Criminal justice	United States	USD 7.20m	1255	8, 16	Domestic
<b>Los Angeles County "Just-in-Reach" Project</b>	Criminal justice	United States	USD 10m	336	11, 16	Domestic
<b>The Step-Down Programme (Birmingham)</b>	Child and family welfare	United Kingdom	GBP 1m (USD 1.65m)	31	3	Domestic
<b>Positive Families Partnership</b>	Child and family welfare	United Kingdom	GBP 4.50m (USD 6m)	350 *	3, 4	Domestic
<b>Mental Health and Employment Partnership (MHEP) Staffordshire and Tower Hamlets</b>	Employment and training	United Kingdom	0 (USD 0)		3, 8	Domestic
<b>Reconnections Worcestershire</b>	Health	United Kingdom	GBP 850k (USD 1.30m)	1571	3	Domestic
<b>Care Leavers Social Impact Bond: Reboot West (Bristol)</b>	Child and family welfare	United Kingdom	0 (USD 0)	241	4, 8	Domestic
<b>I-Aspire (Lewisham)</b>	Child and family welfare	United Kingdom	0 (USD 0)	264	4, 8	Domestic
<b>Project Apollo</b>	Child and family welfare	United Kingdom	0 (USD 0)	131	4, 8	Domestic
<b>Essex County Council Multi-Systemic Therapy (MST)</b>	Child and family welfare	United Kingdom	GBP 3.13m (USD 4.89m)	335	3	Domestic
<b>Ambition</b>	Homelessness	United Kingdom	GBP 600k (USD 916.67k)	409	1, 8, 3	Domestic
<b>Aspire</b>	Homelessness	United Kingdom	GBP 310k (USD 473.61k)	171	1, 3, 11	Domestic
<b>Depaul</b>	Homelessness	United Kingdom	GBP 620k (USD 947.22k)	216	3, 4	Domestic
<b>Fusion</b>	Homelessness	United Kingdom	GBP 840k (USD 1.28m)	353	3, 4	Domestic
<b>Home Group</b>	Homelessness	United Kingdom	GBP 490k (USD 748.61k)	270	1, 8, 11	Domestic
<b>Local Solutions</b>	Homelessness	United Kingdom	GBP 550k (USD 840.28k)	139	1, 3, 11	Domestic
<b>St Basil's</b>	Homelessness	United Kingdom	GBP 1.03m (USD 1.57m)	351	3	Domestic
<b>The Advance Programme</b>	Employment and training	United Kingdom	GBP 3m (USD 4.74m)	2900	4, 8	Domestic
<b>3SC Capitalise</b>	Employment and training	United Kingdom	GBP 400k (USD 631.86k)	700	4, 8	Domestic
<b>Energise</b>	Employment and training	United Kingdom	GBP 900k (USD 1.42m)	1778	4	Domestic
<b>Links for Life</b>	Employment and training	United Kingdom	GBP 370k (USD 584.47k)	600	4	Domestic

<b>Living Balance</b>	Employment and training	United Kingdom	0 (USD 0)	1000	4	Domestic
<b>New Horizons (Career Connect)</b>	Employment and training	United Kingdom	GBP 1.50m (USD 2.37m)	4222	4	Domestic
<b>Nottingham Futures</b>	Employment and training	United Kingdom	GBP 1.70m (USD 2.69m)	4000	4	Domestic
<b>Prevista</b>	Employment and training	United Kingdom	0 (USD 0)	600	4, 8	Domestic
<b>Teens and Toddlers</b>	Employment and training	United Kingdom	GBP 800k (USD 1.26m)	1317	4, 8	Domestic
<b>Think Forward (Tomorrow's People)</b>	Employment and training	United Kingdom	GBP 900k (USD 1.42m)	1000	4, 8	Domestic
<b>London Homelessness Social Impact Bond (St Mungo's/Street Impact)</b>	Homelessness	United Kingdom	GBP 1.20m (USD 1.90m)		1, 11	Domestic
<b>London Homelessness Social Impact Bond (Thames Reach)</b>	Homelessness	United Kingdom	GBP 1.20m (USD 1.90m)		1, 11	Domestic
<b>Manchester Multi-dimensional Treatment Foster Care- Adolescents (MTFC-A)</b>	Child and family welfare	United Kingdom	GBP 1.20m (USD 1.97m)		3, 11	Domestic
<b>Be the Change</b>	Homelessness	United Kingdom	GBP 177.58k (USD 228.55k)	262	1, 8, 11	Domestic
<b>HMP Peterborough (The One Service)</b>	Criminal justice	United Kingdom	GBP 5m (USD 7.73m)	1802	16	Domestic
<b>Entrenched Rough Sleeping Social Impact Bond- Greater Manchester</b>	Homelessness	United Kingdom	GBP 1.80m (USD 2.32m)	406	1, 3, 4, 8	Domestic
<b>Futureshapers Sheffield</b>	Employment and training	United Kingdom	GBP 1.12m (USD 1.72m)		4, 8, 10	Domestic
<b>Prevista</b>	Employment and training	United Kingdom	0 (USD 0)		4, 8, 10	Domestic
<b>Teens and Toddlers</b>	Employment and training	United Kingdom	GBP 1.65m (USD 2.52m)		4, 8	Domestic
<b>Unlocking Potential (Career Connect)</b>	Employment and training	United Kingdom	GBP 1.12m (USD 1.71m)		4, 8	Domestic
<b>Opening Doors</b>	Homelessness	United Kingdom	GBP 470k (USD 599.83k)	31	2, 8, 9, 11	Domestic
<b>Staffordshire Children's Services ADS</b>	Child and family welfare	United Kingdom	GBP 225k (USD 0)	360	1	Domestic
<b>In their hands</b>	Health	Kenya	GBP 5m (USD 6.20m)	362092	3, 5	International
<b>Support for Foster Family Registration</b>	Child and family welfare	Japan	0 (USD 0)	7 *	16	Domestic
<b>Social Impact Bond Project in Saijo city</b>	Employment and training	Japan	0 (USD 0)		8	Domestic
<b>Higashiomi City SIB Project</b>	Employment and training	Japan	0 (USD 0)	19 *	8	Domestic
<b>Outreach support project for socially reclusive young people to help them take the next step towards employment</b>	Employment and training	Japan	0 (USD 0)	30	8	Domestic
<b>Support for Self-reliance of Persons Requiring Support</b>	Health	Japan	0 (USD 0)	50 *	3	Domestic
<b>Self-reliance support through the free school program: Providing counselling and school guidance for children who play truant</b>	Education	Japan	0 (USD 0)	32 *	4	Domestic

<b>SIB Project on Optimized Medication</b>	Health	Japan	0 (USD 0)	337 *	3	Domestic
<b>Reduction in Reoffending in South Auckland - New Zealand</b>	Criminal justice	New Zealand	NZD 6m (USD 4.26m)	607	16	Domestic
<b>Mental Health and Employment Partnership (MHEP) North London - Barnet</b>	Employment and Training	United Kingdom	0 (USD 0)		3	Domestic
<b>Mental Health and Employment Partnership (MHEP) North London - Enfield</b>	Employment and training	United Kingdom	0 (USD 0)		3	Domestic
<b>End of Life Care Integrator - Sutton</b>	Health	United Kingdom	0 (USD 0)		3	Domestic
<b>Mental Health and Employment Partnership (MHEP) Haringey</b>	Employment and training	United Kingdom	0 (USD 0)		3, 8	Domestic
<b>Development Impact Bond (DIB) for hepatitis C diagnosis and treatment financing - Cameroon</b>	Health	Cameroon	EUR 230k (USD 218.50k)	300	3	International

\*Se indica con un asterisco cuando la información disponible hace referencia al número previsto de beneficiarios de emisión, no al número real de beneficiarios.

Fuente: elaboración propia Government Outcomes Lab, 2024.