



COMILLAS

UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

ICADE

**ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA DEUDA Y EL CAPITAL
(EQUITY) COMO ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN, EN ESPAÑA:
IMPLICACIONES EN TÉRMINOS DE RENTABILIDAD,
RIESGO E IMPACTO**

Autora: Paz Sánchez-Terán Manzanedo

Director: Braulio Pareja Cano

MADRID | Marzo 2025

ÍNDICE

1. RESUMEN/ABSTRACT	3
2. INTRODUCCIÓN.....	4
2.1. ELECCIÓN DEL TEMA	4
2.2. OBJETIVOS DE INVESTIGACIÓN	5
2.3. DELIMITACIÓN DEL OBJETO DE ESTUDIO	5
3. METODOLOGÍA.....	8
3.1. ENFOQUE METODOLÓGICO	8
A) <i>Justificación enfoque cualitativo</i>	8
B) <i>Método de entrevistas en profundidad</i>	9
3.2. CRONOGRAMA DEL PROYECTO.....	11
4. MARCO TEÓRICO.....	13
4.1. CONCEPTUALIZACIÓN DE LA INVERSIÓN DE IMPACTO	13
4.2. INVERSIÓN MEDIANTE DEUDA.....	14
A) <i>Definición y características</i>	14
B) <i>Ventajas y desventajas en términos de rentabilidad y riesgo</i>	15
C) <i>Efecto en el impacto</i>	17
D) <i>Ejemplos e instrumentos específicos en España</i>	17
4.3. INVERSIÓN MEDIANTE EQUITY	18
A) <i>Definición y características</i>	18
B) <i>Ventajas y desventajas en términos de rentabilidad y riesgo</i>	19
C) <i>Efecto en el impacto</i>	20
D) <i>Ejemplos e instrumentos específicos en España</i>	21
5. RESULTADOS DE LAS ENTREVISTAS	23
5.1. VEHÍCULOS PRIVADOS DE INVERSIÓN DE IMPACTO	23
A) <i>Contexto y distribución de cartera</i>	23
B) <i>Rentabilidad financiera</i>	26
C) <i>Riesgo y gestión del mismo</i>	28
D) <i>Liquidez y estrategias de desinversión</i>	30
E) <i>Impacto de la inversión</i>	33
F) <i>Tendencias y futuro del sector</i>	35
5.2. ACADEMIA.....	37
5.3. SECTOR PÚBLICO.....	39

6. CONCLUSIONES	42
7. DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE IA.....	43
8. BIBLIOGRAFÍA	44

1. RESUMEN/ABSTRACT

Resumen

Este trabajo compara la deuda y el equity como estrategias de inversión en España, dentro del ámbito de la inversión de impacto, con el foco en sus implicaciones en términos de rentabilidad, riesgo e impacto social y ambiental. La elección del tema se fundamenta, principalmente, en la limitada bibliografía que aborde los efectos para los inversores, en los términos mencionados, de la decisión de haber invertido mediante deuda o equity. En este sentido, el objetivo principal del trabajo es evaluar el comportamiento de cada instrumento en la inversión de impacto, identificando sus fortalezas y limitaciones. Para ello, se ha empleado una metodología cualitativa basada en entrevistas en profundidad con gestores de fondos, complementada con un amplio marco teórico.

Palabras clave: inversión de impacto, deuda, equity, rentabilidad, riesgo, impacto.

Abstract

This work compares debt and equity as investment strategies in Spain within the realm of impact investing, focusing on their implications in terms of profitability, risk, and social and environmental impact. The choice of the topic is based, primarily, on the limited literature that addresses the effects on investors—in the aforementioned terms—of the decision to invest through debt or equity. In this regard, the main objective of the study is to evaluate the performance of each instrument in impact investing, identifying their strengths and limitations. To achieve this, a qualitative methodology based on in-depth interviews with fund managers has been employed, complemented by an extensive theoretical framework.

Key words: impact investing, debt, equity, profitability, risk, impact.

2. INTRODUCCIÓN

En esta sección se justifica la elección del tema, y se detallan tanto los objetivos de investigación como la delimitación del objeto de estudio del Trabajo de Fin de Grado.

2.1. ELECCIÓN DEL TEMA

La elección del tema responde a motivos tanto académicos como prácticos, relacionados ambos con el mercado de la inversión de impacto en España.

Desde el punto de vista académico, la investigación se centra en analizar el efecto ex post de la elección entre deuda y equity en inversiones de impacto.

Al analizar la literatura existente, pude encontrar abundante información sobre las características de la deuda y del equity, y los beneficios y riesgo asociados a invertir mediante uno u otro. Sin embargo, no encontré estudios que analizaran cómo se materializan estos efectos en términos de rentabilidad, riesgo e impacto social y ambiental una vez realizadas las inversiones.

En consecuencia, la percepción de que gran parte de la literatura disponible se enfoca en los factores que llevan a un inversor, ex ante, a elegir entre deuda o equity, me llevó a ver como una oportunidad el estudiar las consecuencias de esta decisión ex post, una vez realizadas las inversiones.

Desde una perspectiva práctica, esta investigación representa una oportunidad para, muy humildemente, contribuir al fomento del conocimiento sobre la inversión de impacto en España, un mercado en pleno crecimiento y expansión.

En este sentido, consideré oportuno complementar la investigación y desarrollo de un marco teórico con entrevistas que proporcionasen información cualitativa real. De esta manera, el trabajo podría ayudar a esclarecer cómo, en la práctica, se perciben los efectos de la decisión sobre el instrumento financiero utilizado para invertir.

Este enfoque, idealmente, ayudaría a futuros inversores a tomar decisiones más fundamentadas y aportaría valor a las sociedades gestoras y fondos de inversión interesados en comprender cómo otros actores del sector han experimentado los efectos de optar por deuda o equity en sus estrategias de inversión de impacto.

2.2. OBJETIVOS DE INVESTIGACIÓN

El objetivo principal de esta investigación es analizar la relación entre la elección de deuda o capital (equity) como instrumentos de inversión, y sus consecuencias en términos de rentabilidad, riesgo e impacto social y ambiental. En otras palabras, se busca presentar un análisis comparativo que permita comprender cómo cada estrategia financiera ha afectado a los resultados obtenidos por inversores y entidades financiadas dentro del sector de la inversión de impacto.

Para complementar este análisis, se plantean dos objetivos secundarios:

- Desarrollo de un marco teórico comparativo, para identificar las ventajas y desventajas de la financiación mediante deuda y equity, analizando sus diferencias en cuanto a rentabilidad esperada, nivel de riesgo asumido e impacto generado. A través de una revisión exhaustiva de la literatura existente, se busca establecer los principios teóricos que sustentan la decisión entre estos dos instrumentos y sus implicaciones en la inversión de impacto.
- Exploración práctica mediante entrevistas en profundidad, con el objetivo de comprender cómo se materializan en la práctica las consecuencias de haber optado por deuda o equity, se realizarán entrevistas a gestores de fondos de inversión de impacto en España. A través de sus testimonios, se analizarán los efectos que ha tenido esta decisión en la rentabilidad obtenida, el nivel de riesgo gestionado y el impacto social y ambiental generado. Este análisis, en principio, permitirá contrastar las conclusiones del marco teórico con la experiencia real de los actores del sector.

2.3. DELIMITACIÓN DEL OBJETO DE ESTUDIO

La delimitación del objeto de estudio se ha basado en tres pilares: el ámbito geográfico, los sujetos a los cuales aplica la investigación, y el tipo de capital estudiado.

Respecto al ámbito geográfico

La decisión de centrar la investigación en España se debe en esencia a tres motivos: la relevancia del tema en el contexto español, la mayor facilidad para acceder a potenciales entrevistas y las características únicas de este mercado, en este momento, en España.

Por un lado, la inversión de impacto ha ganado considerable tracción en España en los últimos años, con iniciativas como el Fondo de Impacto Social (FIS) de COFIDES o el aumento de gestoras de fondos de inversión de impacto, posicionando a España como un actor clave en este ámbito.

Por otro lado, al ser estudiante de una universidad española, realizar el TFG en colaboración con Impact Bridge, gestora de fondos dedicada a la inversión de impacto en España; y estar estos meses en periodo de prácticas en Q-Impact, también gestora de fondos en España cuyo ámbito es la inversión de impacto; resultaba más accesible, por cercanía y conocimiento, abordar las entrevistas en este mercado.

Por último, el mercado español presenta unas características únicas y se encuentra en una etapa distinta a la de otros países; lo cual implica que, con la voluntad de investigar en profundidad el tema planteado, la única forma de materializarlo era centrarse en España en concreto.

Respecto a al sujeto objeto de investigación

En la inversión de impacto, se pueden distinguir tres roles claramente definidos: el inversor, que aporta capital al vehículo de inversión; el gestor del vehículo, que ejecuta la inversión; y la empresa beneficiaria de la inversión.

Al tener la limitación de extensión máxima permitida para realizar la investigación, se ha decidido centrar el trabajo en el sujeto del inversor. Sin embargo, no se trata del inversor como la persona física o jurídica que invierte parte de su patrimonio en un vehículo de inversión, sino del inversor entendido como la figura conjunta del inversor como LP que invierte y la figura del gestor. Esto se debe a que, para entender las implicaciones de la elección entre deuda o equity en la rentabilidad, riesgo e impacto de la inversión, las implicaciones para el inversor como Limited Partner (LP) y para el gestor, como entidad que finalmente realiza la inversión, son similares, si no idénticas.

Respecto al tipo de capital objeto de investigación

Asimismo, ha sido necesario acotar el tema de la investigación en cuanto a la oferta de capital estudiada; siendo la decisión final centrarse en la inversión de impacto y dejar a un lado, una vez más por motivos de espacio, la financiación bancaria de impacto.

Delimitación final del objeto de estudio

Habiendo necesidad de acotar aún más, dentro de la inversión de impacto, y partiendo de la clasificación de SpainNAB de actores que realizan inversión de impacto; entre gestoras de fondos, fundaciones y otros actores que proporcionan capital de crecimiento; se ha decidido centrar la investigación en las gestoras de fondos en España, que mediante capital privado invierten en empresas con un impacto social o ambiental.

Por último, el siguiente gráfico de SpainNAB muestra el estado actual de la cuestión, al reflejar como en 2023, un 63% de los fondos invertían mediante equity frente a un 33% mediante deuda.

Gráfico 9: Instrumentos financieros utilizados en inversión de impacto
% sobre activos bajo gestión en cada vehículo

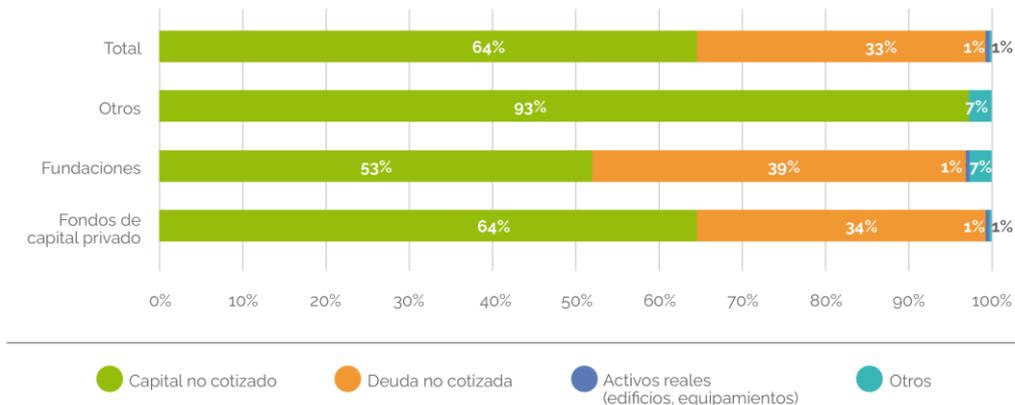


Ilustración 1. Fuente: SpainNAB, 2024

3. METODOLOGÍA

Esta sección presenta el enfoque metodológico del trabajo, con énfasis en la decisión de fundamentarlo principalmente en información cualitativa. Además, se detalla el cronograma del proyecto.

3.1. ENFOQUE METODOLÓGICO

El enfoque metodológico de este trabajo se basa en la investigación de fundamentos teóricos y la recopilación de información práctica cualitativa a través del método de entrevistas en profundidad. Posteriormente, esta información se plasmará en un marco teórico y en un apartado de resultados de entrevistas.

A) Justificación enfoque cualitativo

Los datos cuantitativos que permitirían responder a la pregunta de investigación son, en su mayoría, información confidencial que permanece dentro de los vehículos de inversión y, en muchas ocasiones, ni siquiera está disponible para los inversores o LPs. Estos datos van más allá de los reportes proporcionados a los inversores y su acceso requeriría una inmersión en la gestión interna de los fondos, lo cual parece inviable.

En paralelo, tanto la inversión tradicional como la de impacto no pueden considerarse ciencias puramente racionales, ya que la toma de decisiones en estos ámbitos no se basa únicamente en factores numéricos o en resultados estrictamente financieros. Existen múltiples variables que influyen en la elección de un instrumento de inversión, como la experiencia del inversor, su conocimiento del instrumento, su percepción del mercado o la tesis de impacto de cada vehículo, entre otros. Debido a esta complejidad, la información cualitativa obtenida a través de entrevistas parece más adecuada para responder a la pregunta de investigación.

Con todo, esta metodología presenta ciertos riesgos: el tamaño reducido de la muestra, el sesgo potencial en las respuestas y de autoselección de los entrevistados, o la formulación subjetiva de preguntas que podrían condicionar las respuestas. No obstante, las ventajas de obtener información detallada y adaptada específicamente a la pregunta de investigación superan, en principio, estos desafíos, permitiendo un análisis más profundo de las percepciones y experiencias de los gestores de vehículos de inversión de impacto en España. A pesar de ser la información cualitativa más variada y difícil de cuantificar y

organizar, ha permitido captar mejor los matices y factores subjetivos que intervienen en la toma de decisiones de este sector.

B) Método de entrevistas en profundidad

El punto de partida ha sido la búsqueda de gestoras de fondos de capital privado en España. De ahí se procedió a la toma de contacto con profesionales con roles senior en estas gestoras, que pudiesen hablar desde la experiencia, de las diferencias entre invertir mediante equity o mediante deuda.

A pesar de estar la investigación centrada en los inversores en el contexto de gestoras de fondos de capital privado; se ha considerado conveniente añadir una perspectiva académica, con la Cátedra de Impacto Social de la Universidad Pontificia Comillas, y otra pública, con COFIDES.

Estas consideraciones se han materializado finalmente en 11 entrevistas realizadas con las siguientes entidades: COFIDES (Fondo de Impacto Social; FIS), Cátedra de Impacto Social de la Universidad Pontificia Comillas, Global Social Impact Investments (GSII), Open Value Foundation, Q-Impact, Impact Bridge, Ship2BVentures, Impact Partners Ibérica, Creas y Zubi Capital.

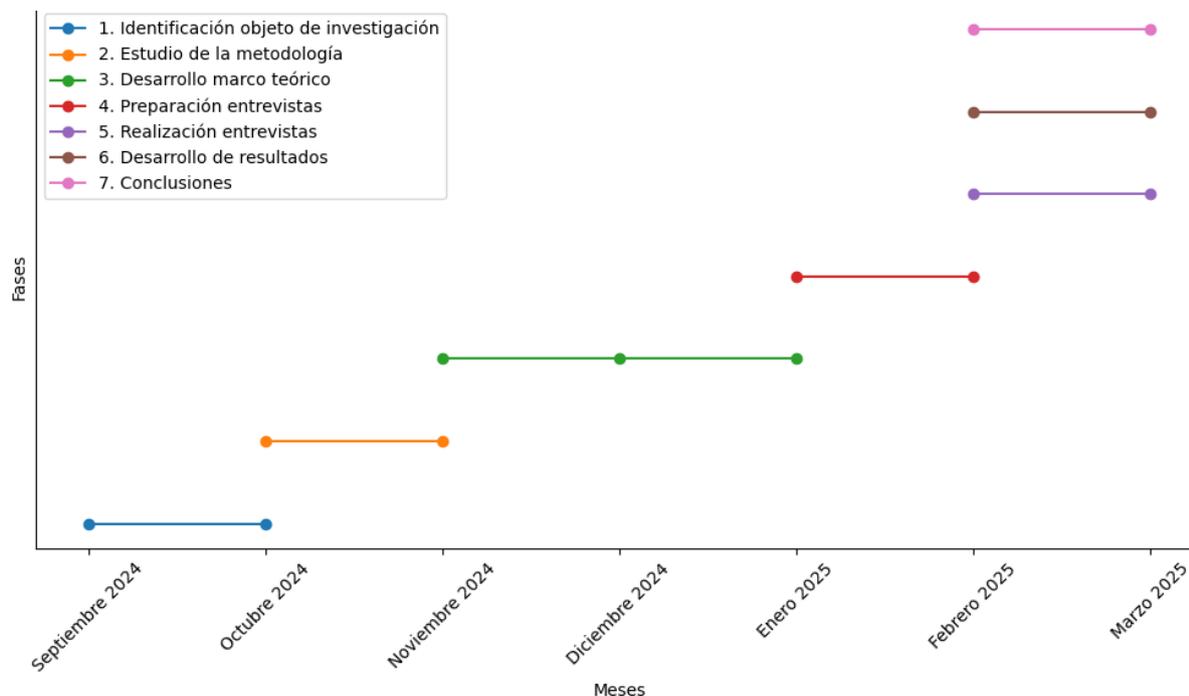
A continuación, se incluye una tabla resumen con el número, el género, el cargo y la trayectoria profesional de los entrevistados:

Número	Hombre/Mujer	Cargo	Experiencia profesional
1	H	Director de Inversiones	Inversiones, Estrategia, Auditoría, Planificación y Análisis Financiero, Investigación, Consultoría, Multinacionales, Start-ups
2	M	Socia Directora	Inversiones, Creación de Nuevos Negocios, Capital de Riesgo, Gestión de Fondos, Evaluación de Inversiones, Ingeniería de Telecomunicaciones, MBA
3	M	Directora de Impacto	Impacto Social, Relaciones Institucionales, Gestión de Proyectos, Filantropía, Coordinación, Asesoría, Voluntariado
4	H	Director de Impacto/Inversiones	Impacto Social, Inversión, Análisis Financiero, Gestión de Contratos, Ingeniería Civil, Gestión de Proyectos, Banca Privada, Gestión de Activos, Análisis de Mercado
5	H	Director de Inversiones	Finanzas Sostenibles, Capital de Inversión, M&A, Educación, Consultoría, Relaciones Públicas, Supervisión de Proyectos, Análisis Financiero
6	H	Director de Cátedra	Finanzas Sostenibles, Impacto Social, Relaciones Públicas, Supervisión de Presupuestos, Gestión de Proyectos, Educación, Investigación, Marketing, Consultoría
7	H	Director de Inversiones	Desarrollo de Negocios, Experiencia del Cliente, Ventas, Estrategia, Innovación Social, Emprendimiento, Consultoría, Auditoría, Educación
8	M	Socia/Directora de Inversiones	VC, Desarrollo de Negocios, Estrategia, Innovación Social, Análisis Financiero, Consultoría, Gestión, Emprendimiento Social, Sostenibilidad
9	H	Director de Inversiones	VC, PE, Business Development, M&A, Management, Strategy, Healthcare
10	H	Director de Inversiones	Ámbito financiero y social, estrategia y alianzas, consultoría y desarrollo de innovación
11	M	Directora de Inversiones	Consultoría, Banca de Inversión, VC, Dirección Financiera, PE

3.2. CRONOGRAMA DEL PROYECTO

A continuación, se presenta una gráfica con la evolución de las fases de investigación en relación con los meses de trabajo:

Ilustración 2: Fuente. Elaboración propia.



El Trabajo de Fin de Grado comenzó en septiembre, momento en el cual empecé a investigar el mundo de la inversión de impacto, leer la literatura más actual y relevante, y tratar de identificar oportunidades de análisis que pudieran aportar valor.

Una vez seleccionado el tema, definí los objetivos y el enfoque de la investigación para, posteriormente, iniciar la búsqueda de la metodología más adecuada. Esta fase incluyó una revisión de diferentes enfoques metodológicos, evaluando sus ventajas y limitaciones, y seleccionando el más apropiado para responder a la cuestión planteada.

En noviembre, inicié el desarrollo del marco teórico, tarea que se extendió hasta diciembre. Para ello, llevé a cabo una exhaustiva revisión de la literatura existente, identificando las teorías y conceptos clave que servirían de base para la investigación. En enero, continué con la elaboración del marco teórico y, simultáneamente, comencé a preparar las entrevistas para la recopilación de información práctica. Este proceso incluyó

el diseño de preguntas relevantes, así como la selección y el contacto con los participantes adecuados.

En febrero, además de preparar las entrevistas, comencé a realizarlas y a sistematizar los resultados obtenidos. Para marzo, terminé el desarrollo del marco teórico, la realización de entrevistas, el desarrollo de resultados y la formulación de las conclusiones del proyecto. Este mes fue crucial para consolidar todo el trabajo realizado previamente, asegurando que todas las entrevistas estuvieran completas, los datos analizados de manera rigurosa y las conclusiones fundamentadas y alineadas con el tema de investigación.

4. MARCO TEÓRICO

En este apartado se proporciona una conceptualización que engloba la evolución de la inversión tradicional hasta la inversión de impacto, junto con una definición y un esbozo de las características de esta última; además de desarrollar desde el punto de vista teórico una primera respuesta a la pregunta de investigación, mediante un estudio de la deuda y del equity como instrumentos de inversión.

4.1. CONCEPTUALIZACIÓN DE LA INVERSIÓN DE IMPACTO

La inversión ha experimentado una evolución significativa en las últimas décadas, transitando desde un enfoque puramente financiero hacia un modelo que integra el impacto social y ambiental como elementos fundamentales. Este proceso de transformación refleja un cambio profundo en la percepción del papel del capital en la economía y la sociedad.

Inicialmente, la inversión tradicional se centraba exclusivamente en la maximización de la rentabilidad financiera, con un enfoque en el valor para el accionista. Sin embargo, a medida que crecía la conciencia sobre los desafíos globales, surgió la Inversión Socialmente Responsable (SRI), que introdujo consideraciones éticas al excluir sectores considerados perjudiciales. Aunque representó un avance, la SRI no incentivaba activamente soluciones positivas (Höchstädter & Scheck, 2015).

El siguiente paso en esta evolución fue la introducción de los criterios ESG (ambientales, sociales y de gobernanza), que ampliaron el enfoque al evaluar el desempeño de las empresas en estos aspectos. No obstante, la aplicación de estos criterios a menudo resultaba estática y desconectada del valor económico real (Porter, Serafeim, & Kramer, 2019).

En respuesta a estas limitaciones, surgió la inversión de impacto como un modelo más ambicioso y holístico. La Global Impact Investing Network (GIIN) la define como aquellas inversiones realizadas con la intención deliberada de generar un impacto social y/o ambiental positivo y medible, junto con un retorno financiero (Hehenberger, Casasnovas, & Ruiz de Munain, 2022). Esta definición destaca dos características fundamentales: la intencionalidad y la medición del impacto.

Para comprender mejor esta diferenciación, el marco "ABC" del Impact Management Project resulta particularmente útil. Este marco clasifica las estrategias en tres categorías: evitar daños (*Avoid harm*), que se asemeja a las estrategias ESG básicas; beneficiar a las partes interesadas (*Benefit stakeholders*), alineado con la inversión sostenible o responsable; y contribuir a soluciones (*Contribute to solutions*), que corresponde propiamente a la inversión de impacto, dado que busca activamente resolver problemas sociales o ambientales urgentes (Hehenberger, Casanovas & Ruiz de Munain, 2022).

Por último, cabe destacar el crecimiento exponencial que ha experimentado la inversión de impacto a nivel global. De haber pasado la cifra de 1.000 mil millones de USD en 2022 a, según estimaciones de la Global Impact Investing Network (GIIN), alcanzar la cifra en 2024 de 1.571.000 mil millones de USD de activos gestionados bajo esta modalidad.

Aterrizado en España, este sector también muestra un crecimiento significativo, habiendo alcanzado en 2023 una oferta total de capital gestionado de impacto de 3.341 millones de euros; de los cuales 1.517 millones corresponden a la inversión de impacto (con un crecimiento del 26% respecto al año anterior) y 1.740 millones a la financiación bancaria de impacto (una cifra prácticamente idéntica al año anterior). (Casanovas, Picardo Gomendio, Monill Badell & González Labián, 2024).

4.2. INVERSIÓN MEDIANTE DEUDA

A) *Definición y características*

La inversión mediante deuda en el contexto de la inversión de impacto consiste en la asignación de recursos financieros a entidades que persiguen objetivos sociales o medioambientales, a través de instrumentos que generan una obligación de reembolso para el receptor del capital. Esta obligación implica la devolución del principal junto con unos intereses pactados, lo que configura una relación financiera contractual sin que el inversor adquiera participación en la propiedad de la entidad financiada. Los instrumentos utilizados abarcan desde préstamos privados y bancarios hasta bonos, pagarés, líneas de crédito y estructuras más sofisticadas como deuda *mezzanine* o préstamos subordinados (GIIN, 2019).

En contraste con la inversión en equity, que confiere derechos sobre la gobernanza y los beneficios futuros de la entidad, la inversión mediante deuda mantiene la independencia

del prestatario, permitiendo que el control de la organización permanezca en manos de sus fundadores o gestores (Hunter, 2021). Este rasgo resulta especialmente relevante en el ámbito de impacto, donde preservar la misión social o ambiental puede ser prioritario frente a la dilución del control.

Uno de los elementos distintivos de este tipo de inversión es la posibilidad de adaptar las condiciones financieras (plazo, tipo de interés, garantías) a las características del proyecto financiado y al perfil de riesgo del prestatario. Esta flexibilidad permite estructurar operaciones que maximicen la probabilidad de éxito tanto financiero como de impacto (EVPA, 2017). Además, los retornos para el inversor pueden oscilar desde tasas simbólicas o subsidiadas, propias de entidades filantrópicas, hasta tipos de interés de mercado ajustados al riesgo asumido, en línea con la inversión institucional (GIIN, 2019).

Un aspecto esencial en la inversión de impacto mediante deuda es la medición sistemática del impacto generado. El inversor no sólo busca preservar el capital invertido, sino también asegurar la consecución de resultados sociales o ambientales. Para ello, se incorporan indicadores clave de rendimiento (KPIs), evaluaciones periódicas de impacto y mecanismos de seguimiento alineados con estándares internacionales, como los IRIS+ del GIIN o los marcos de los ODS (OCDE, 2019).

Adicionalmente, la deuda puede configurarse para incluir incentivos de impacto, como tipos de interés variables condicionados al cumplimiento de objetivos sociales o ambientales, o incluso cláusulas de alivio de deuda si se alcanzan determinados umbrales de impacto (Boggild, 2021). Este tipo de innovación financiera permite alinear de forma explícita los intereses del inversor con los de la entidad financiada.

Finalmente, la inversión mediante deuda de impacto ha propiciado el desarrollo de instrumentos especializados, como los bonos de impacto social, los bonos verdes y los préstamos sostenibles, que canalizan recursos hacia proyectos con beneficios ambientales o sociales medibles (Spainsif, 2018). También han surgido fondos de deuda de impacto, gestionados por entidades especializadas, que permiten a los inversores acceder de manera diversificada y profesionalizada a oportunidades de financiación con impacto positivo (EVPA, 2017).

B) Ventajas y desventajas en términos de rentabilidad y riesgo

Desde una perspectiva financiera, la principal ventaja de la inversión mediante deuda radica en su previsibilidad y estabilidad. Al establecerse pagos periódicos y un calendario

de amortización definido, el inversor puede anticipar los flujos de caja esperados, lo cual resulta especialmente atractivo para perfiles conservadores como fondos de pensiones, aseguradoras o fundaciones que requieren ingresos recurrentes (Chiappini et al., 2023). Además, en situaciones de liquidación, los acreedores gozan de prioridad sobre los accionistas, lo que, en principio, reduce la probabilidad de pérdida total del capital (Rauh & Sufi, 2010).

En términos de diversificación, la deuda ofrece una correlación menor con activos de renta variable, lo que contribuye a una mayor estabilidad de las carteras (Vladimirova & Fang-Klingler, 2022). En el caso de inversores de impacto, este tipo de activos permite equilibrar el binomio rentabilidad-riesgo dentro de una estrategia de asignación de activos que también busca generar impacto.

La deuda permite, además, una cierta disciplina financiera en las entidades financiadas, ya que la obligación de atender pagos puede fomentar una gestión rigurosa y eficiente (Shaheen, 2023). En contextos donde las organizaciones tienden a depender de subvenciones o ingresos no recurrentes, la estructura de deuda puede contribuir a una mayor sostenibilidad financiera.

Sin embargo, esta modalidad también presenta limitaciones importantes.

En primer lugar, el retorno financiero está acotado al interés pactado, sin posibilidad de capturar las ganancias extraordinarias derivadas del éxito del proyecto, como sí ocurre en el equity (Chiappini et al., 2023). Esto puede hacer menos atractiva la deuda en contextos de alto crecimiento potencial.

En segundo lugar, el riesgo de impago es una preocupación central, especialmente cuando se financian proyectos en fases tempranas o en sectores con alta volatilidad (Zambelli & Pascale, 2025). La iliquidez de ciertos instrumentos de deuda, como los préstamos directos o la deuda *mezzanine*, puede dificultar también su salida anticipada en caso de necesidad.

Otra desventaja significativa radica en la capacidad limitada de influir en la gobernanza y dirección estratégica de la entidad financiada. A diferencia de los inversores en equity, los acreedores no suelen tener voz en los órganos de decisión (Hunter, 2021). Además, si la carga financiera es excesiva, puede darse una tensión entre los objetivos financieros y

los de impacto, empujando a la organización a priorizar la solvencia sobre la misión (Torres Ventura, 2020).

C) Efecto en el impacto

El uso de la deuda como instrumento de inversión de impacto tiene implicaciones específicas en la forma en que se alcanza y sostiene el impacto social o medioambiental. Una de las ventajas clave es la preservación de la autonomía de la entidad financiada (Hunter, 2021). Al no implicar cesión de propiedad, permite a emprendedores y organizaciones sociales mantener el control sobre su dirección y su misión, reduciendo el riesgo de "*mission drift*".

La imposición de obligaciones financieras regulares también puede fomentar una cultura de disciplina operativa, que si está bien acompañada, puede traducirse en una mayor eficiencia y sostenibilidad (Shaheen, 2023).

En términos de escalabilidad, la deuda puede proporcionar a las organizaciones los recursos necesarios para crecer y multiplicar su impacto sin ceder participaciones accionariales (GIIN, 2018).

La estructura de la deuda permite también innovar en productos financieros orientados a resultados, como los bonos de impacto social o los préstamos vinculados a sostenibilidad (Chiappini et al., 2023).

No obstante, la presión para cumplir con los pagos puede comprometer la capacidad de la entidad para centrarse en el largo plazo (Otoo, 2024). Existe el riesgo de que se prioricen iniciativas con retorno financiero inmediato frente a otras de impacto más profundo, pero menos rentables a corto plazo.

En su faceta positiva, la inversión mediante deuda puede desempeñar un papel catalítico, atrayendo otros tipos de capital como el filantrópico o el público (Segal & Vargas, 2021; Up Social, 2020).

D) Ejemplos e instrumentos específicos en España

En España, la inversión de impacto mediante deuda ha experimentado un crecimiento progresivo, con la aparición de instrumentos y entidades especializadas que reflejan una sofisticación creciente del ecosistema (Spainsif, 2018).

Uno de los referentes es Impact Bridge Asset Management, que ha desarrollado el fondo IB Deuda Impacto España, primer fondo de deuda privada de impacto en el país. Este instrumento tiene como objetivo movilizar hasta 150 millones de euros para financiar proyectos con impacto social y ambiental, mediante estructuras de crédito adaptadas a la realidad de cada iniciativa (Impact Bridge, 2023).

Por otro lado, COFIDES ha desempeñado un papel clave desde el sector público mediante el Fondo de Impacto Social (FIS), financiado con recursos del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia. Este fondo ha canalizado 50 millones de euros en 2024 hacia iniciativas con alto potencial de impacto (COFIDES, 2024).

En el ámbito privado, Beka Finance ha desarrollado una estrategia de canalización de deuda de impacto mediante su plataforma Beka Credit. Esta entidad ha financiado una cooperativa de energías renovables en Andalucía mediante un préstamo estructurado (Beka Finance, 2023).

También destacan otros instrumentos emergentes como los Bonos Verdes y los Bonos de Impacto Social emitidos por entidades públicas o colaboraciones público-privadas (European Commission, 2016). Aunque aún incipientes en el contexto español, estos instrumentos ofrecen una vía prometedora para financiar proyectos alineados con los ODS.

4.3. INVERSIÓN MEDIANTE EQUITY

A) Definición y características

La inversión mediante equity en el ámbito de la inversión de impacto implica la adquisición de participaciones accionariales en empresas o proyectos cuyo objetivo es generar un impacto social o ambiental positivo, junto con un retorno financiero ajustado al riesgo asumido (GIIN, 2019). Esta modalidad convierte al inversor en copropietario de la entidad financiada, asumiendo proporcionalmente tanto las potenciales ganancias como las posibles pérdidas, y dotándole de influencia en la gobernanza y estrategia de la organización (EVPA, 2018).

El equity se caracteriza por una orientación a largo plazo, con horizontes temporales que suelen situarse entre los cinco y diez años, en línea con los tiempos necesarios para consolidar modelos de negocio sostenibles y lograr resultados de impacto significativos

(Foro Impacto, 2019). Este horizonte extendido permite acompañar a la empresa en su desarrollo, proporcionando no solo capital sino también asesoramiento estratégico y acceso a redes.

Entre los instrumentos utilizados destacan las acciones ordinarias y preferentes, participaciones en fondos de capital riesgo de impacto, y estructuras flexibles como las notas convertibles o los mecanismos de equity crowdfunding, particularmente adaptados a startups sociales (Ship2B, 2019). Esta diversidad permite adaptar la estructura financiera a las necesidades específicas de cada organización y momento de desarrollo.

Una característica esencial del equity en inversión de impacto es la implicación activa del inversor en la definición de la estrategia de impacto. Esto se traduce en la incorporación de indicadores de impacto en la toma de decisiones y en la monitorización continua del desempeño social o ambiental, de forma alineada con marcos como los IRIS+ del GIIN o los ODS de Naciones Unidas (GIIN, 2018).

El equity también presenta un alto grado de adicionalidad, ya que suele dirigirse a empresas con modelos innovadores, en fases tempranas o con enfoques que excluyen su acceso al capital tradicional. Esta adicionalidad se traduce en un efecto transformador más allá de lo que podría lograrse con financiación convencional (EVPA, 2017). Por su estructura, el equity facilita el alineamiento de intereses entre inversores y emprendedores sociales, promoviendo una integración del impacto en el corazón del modelo de negocio (Cohen, 2019).

B) Ventajas y desventajas en términos de rentabilidad y riesgo

Una de las principales ventajas del equity como instrumento de inversión de impacto es su potencial para generar rentabilidades elevadas en escenarios de éxito empresarial. Al participar en el capital de la entidad, el inversor se beneficia directamente de la revalorización del negocio, sin un límite prefijado de retorno, a diferencia de los instrumentos de deuda (Morgan Stanley, 2019). Esta característica lo hace especialmente atractivo para proyectos con alto potencial de escalabilidad y replicabilidad.

Asimismo, el equity ofrece flexibilidad financiera a la entidad financiada, al no requerir pagos periódicos ni carga financiera inmediata. Esto permite destinar los recursos a crecimiento e innovación, favoreciendo la consolidación de modelos sostenibles, especialmente en fases iniciales o de consolidación (OCDE, 2019). Esta ausencia de presión financiera permite mantener el foco en la generación de impacto a largo plazo.

Desde la perspectiva del inversor, el equity proporciona una posición privilegiada para influir en la estrategia de la empresa. Al participar en los órganos de gobierno, puede alinear las decisiones operativas con los objetivos de impacto, contribuyendo a asegurar que éstos se mantengan prioritarios en el tiempo (EVPA, 2018).

También representa una herramienta eficaz para acceder a sectores o geografías emergentes, generando oportunidades de diversificación y posicionamiento temprano en mercados de alto crecimiento (Eurosif, 2018). En este sentido, el equity puede utilizarse como vehículo para catalizar transformaciones estructurales en sectores desatendidos.

No obstante, esta modalidad también implica riesgos elevados. Al estar subordinado en la prelación de pagos, el capital invertido está expuesto a la pérdida total en caso de fracaso empresarial, un riesgo particularmente acentuado en inversiones en etapas tempranas o en modelos de negocio no validados (Kempen, 2019).

Además, la liquidez es limitada, dado que muchas de estas inversiones se realizan en empresas no cotizadas sin mercados secundarios desarrollados. Ello dificulta la desinversión anticipada y puede condicionar la entrada de ciertos perfiles de inversores (Spainsif, 2018). Esta iliquidez se traduce en una mayor incertidumbre temporal y exige estrategias de salida bien definidas desde el inicio.

La incertidumbre en los retornos es otra limitación, ya que los dividendos y la revalorización del capital están sujetos a la evolución del negocio, sin garantías fijas. A ello se suma el riesgo de dilución en rondas futuras de financiación, que puede reducir significativamente la participación del inversor inicial (Ship2B, 2019).

Por último, el equity requiere procesos de análisis exhaustivos, “*due diligence*”, que abarcan aspectos financieros, legales y de impacto. Esta complejidad operativa incrementa los costes de transacción y exige un alto grado de profesionalización por parte de los inversores (EVPA, 2017). Además, la alineación entre impacto y rentabilidad puede generar tensiones, especialmente cuando las presiones para lograr retornos financieros comprometen el foco en el impacto (Cohen, 2019).

C) *Efecto en el impacto*

La inversión mediante equity puede ejercer un efecto transformador profundo en la generación de impacto social y ambiental, dado el grado de participación e influencia que

confiere al inversor sobre la organización financiada (UK National Advisory Board on Impact Investing, 2017).

Una de sus principales contribuciones es la posibilidad de alinear la misión de impacto con la estrategia corporativa, integrando los objetivos sociales o ambientales desde la gobernanza hasta las operaciones (EVPA, 2018). Este alineamiento se refuerza mediante la creación de estructuras de gobernanza como comités de impacto o la vinculación de incentivos a KPIs de impacto, fortaleciendo la responsabilidad interna y la transparencia.

El equity también favorece la escalabilidad del impacto, al proporcionar los recursos necesarios para la expansión de modelos empresariales con potencial de replicación. Esta capacidad de multiplicación es especialmente valiosa en sectores como la salud, la educación o la energía, donde el crecimiento empresarial va de la mano de un mayor alcance social (GIIN, 2018).

Además, permite fomentar la innovación social, al respaldar emprendimientos con modelos de negocio no convencionales o de alto riesgo, que de otro modo no accederían a financiación. Esta función de capital paciente es clave para catalizar soluciones disruptivas a problemas sociales complejos (European Commission, 2016).

Desde una perspectiva de medición, el equity facilita una monitorización continua y rigurosa del impacto, al estar el inversor implicado en el diseño de la estrategia y el seguimiento de resultados. Esta implicación activa permite establecer estándares robustos de medición y rendición de cuentas (GIIN, 2019).

Otro efecto relevante es el fortalecimiento del ecosistema de impacto, ya que las inversiones en equity suelen ir acompañadas de apoyo no financiero, como *mentoring*, redes de contactos y asesoramiento, que incrementan la profesionalización y sostenibilidad de las organizaciones (Fundación Open Value y Social Gob, 2020).

Finalmente, el equity posibilita proteger la misión social en el largo plazo mediante mecanismos como las acciones doradas o las estructuras legales de misión, que garantizan que la organización mantenga su propósito incluso ante cambios en la propiedad (Cohen, 2019). En conjunto, estos elementos convierten al equity en una palanca clave para consolidar y escalar modelos empresariales centrados en el impacto.

D) Ejemplos e instrumentos específicos en España

En España, la inversión de impacto mediante equity ha ganado protagonismo en los últimos años, con un ecosistema creciente de fondos especializados que canalizan capital hacia empresas sociales y ambientales.

Gawa Capital es una de las gestoras pioneras en este ámbito. A través de fondos como *Huruma Fund* y *Magnolia Fund*, canaliza capital hacia empresas con alto potencial de impacto en sectores como salud, vivienda asequible y educación. Estas inversiones combinan rentabilidad financiera con impacto medible, tanto en países en desarrollo como en el contexto nacional (Gawa Capital, 2024).

Otra entidad destacada es Creas, que mediante sus fondos Creas Impacto I y II, invierte en empresas centradas en la inclusión social, el desarrollo rural y la sostenibilidad. Su enfoque combina el apoyo financiero con el acompañamiento estratégico, apostando por modelos de negocio con impacto positivo estructural en el entorno (Creas Impacto, 2023).

Ship2B Ventures, por su parte, se especializa en inversiones en fases iniciales de startups sociales, operando tanto con un fondo de inversión como con un programa de aceleración. Su cartera se centra en sectores como salud, inclusión y medioambiente, respaldando a emprendedores con propuestas innovadoras de alto potencial de impacto (Ship2B, 2024).

Un actor adicional es Q-Impact, que opera en el segmento del capital riesgo con una estrategia orientada a proyectos en salud, educación, energía limpia y economía circular. Sus inversiones se caracterizan por un fuerte componente de impacto y una apuesta por soluciones escalables y sostenibles (El Referente, 2022).

La actividad de las gestoras mencionadas contribuye a visibilizar el valor estratégico del capital paciente como motor de transformación social y ambiental en el contexto español.

5. RESULTADOS DE LAS ENTREVISTAS

En esta sección, se presentarán los resultados obtenidos a partir de las entrevistas realizadas.

La división primera es según el rol institucional de los entrevistados: Vehículos privados de inversión de impacto, Academia y Sector Público.

Ahora bien, al ser la mayoría de las entrevistas de la primera categoría (9 de 11 entrevistas), esta contiene una subdivisión más detallada. Los resultados se presentan de acuerdo con los bloques temáticos seguidos en las entrevistas.

Estos bloques temáticos incluyen tres aspectos principalmente: los hallazgos que coinciden con el marco teórico, que proporcionan validaciones prácticas que están en línea con la teoría presentada; los hallazgos divergentes respecto al marco teórico y, por último, se exponen los hallazgos adicionales que no estaban explícitamente recogidos en el marco teórico, pero que aportan cierto valor y relevancia práctica a la investigación.

Los apartados de Academia y Sector Público se han sido elaborados incorporando el contenido de las entrevistas que, más allá de tratar los aspectos del marco teórico, podían aportar una perspectiva complementaria a la del sector privado en la investigación.

5.1. VEHÍCULOS PRIVADOS DE INVERSIÓN DE IMPACTO

A) Contexto y distribución de cartera

En relación con el contexto general y la distribución de cartera entre instrumentos de deuda y equity, los gestores entrevistados revelan una estrategia diversificada, pero claramente sesgada hacia el equity, especialmente en fondos enfocados en el mercado español. Este enfoque está influido fundamentalmente por la madurez del mercado local y las características intrínsecas de los instrumentos financieros, lo cual corrobora varias afirmaciones planteadas en el marco teórico del presente estudio.

En primer lugar, los hallazgos alineados con el marco teórico se evidencian claramente en la percepción generalizada de que el equity ofrece mayores posibilidades de generar impacto a largo plazo debido a su naturaleza más activa y comprometida. Así lo expresa el entrevistado 1 al afirmar que la principal razón para elegir equity radica en que "*genera más impacto por la adicionalidad no financiera que supone*", especialmente por su

capacidad de influir directamente en las decisiones estratégicas y operativas de las empresas participadas. Este aspecto coincide plenamente con el marco conceptual planteado inicialmente, que indica que el equity facilita un involucramiento más profundo en la gestión empresarial, permitiendo una alineación más estrecha entre objetivos financieros y de impacto social o ambiental.

Otra validación significativa es la confirmación práctica de que el mercado español presenta condiciones favorables para la inversión en equity por la existencia de salidas viables y una creciente red de compradores interesados en activos de impacto. Según varios gestores, como el entrevistado 3 señaló, "*en España hay un mercado para equity y para salir tras el periodo del fondo*", un aspecto crítico para asegurar no solo el retorno financiero, sino también la sostenibilidad y escalabilidad del impacto. Esta percepción corrobora la teoría que señala al equity como un instrumento óptimo en mercados desarrollados con estructuras sólidas para la posterior desinversión.

Sin embargo, también han emergido hallazgos no alineados con el marco teórico, especialmente respecto a la idea previa sobre la flexibilidad y rentabilidad potencial de la deuda. Aunque teóricamente la deuda debería ofrecer una relación riesgo-rentabilidad atractiva debido a su menor riesgo relativo y pagos recurrentes, varios entrevistados han expresado dudas sobre su idoneidad real en el contexto del impacto social. El entrevistado 7 señaló explícitamente que "*la deuda, aunque en teoría tiene menor riesgo, limita significativamente la rentabilidad, y en realidad termina exigiendo el mismo esfuerzo de involucración operativa que el equity*". Esta divergencia respecto a la teoría podría explicarse por las peculiaridades del mercado español, donde las empresas de impacto suelen tener perfiles específicos —pymes familiares o cooperativas— en los que la dilución accionarial se percibe negativamente, haciendo del equity una opción complicada y de la deuda una solución subóptima desde la perspectiva de rentabilidad ajustada al esfuerzo operativo.

En línea con esto, otra divergencia relevante mencionada en varias entrevistas tiene que ver con la idoneidad de instrumentos híbridos como los préstamos participativos o convertibles. Mientras el marco teórico generalmente sitúa estos instrumentos como soluciones intermedias eficaces, algunos entrevistados, como el 8, destacan que "*en la práctica estos instrumentos generan una complejidad adicional que puede dificultar la gestión del impacto y la claridad en la relación con las empresas participadas*". De hecho, uno de ellos mencionó explícitamente la preferencia por instrumentos más puros,

como el equity directo, debido a que facilitan una gobernanza más clara y efectiva en términos de impacto.

Por último, en cuanto a los hallazgos adicionales importantes surgidos en las entrevistas que no habían sido recogidos explícitamente en el marco teórico inicial, se encuentra la relevancia estratégica del enfoque multiestrategia o híbrido dentro de la misma gestora como fórmula emergente de gestión en fondos españoles. El entrevistado 11 destacó claramente que *"ser una gestora multiestrategia permite captar distintos tipos de inversores y adaptarse mejor a las distintas fases y necesidades del mercado y las empresas"*, introduciendo una dimensión adicional a la teoría tradicional que tiende a segmentar rígidamente deuda y equity. Esta estrategia híbrida, que combina fondos de deuda con fondos de capital riesgo dentro de una misma plataforma, representa una respuesta pragmática y efectiva a las necesidades cambiantes del mercado español.

Otro hallazgo adicional significativo es la relevancia que adquiere el tamaño y etapa de madurez de las empresas a la hora de definir claramente la preferencia por equity o deuda. Tal como señaló el entrevistado 8, *"el uso de deuda o equity tiene más que ver con la madurez y necesidades específicas de la compañía que con preferencias puramente financieras"*, destacando cómo las fases iniciales requieren capital paciente en forma de equity, mientras que etapas posteriores o empresas ya consolidadas pueden beneficiarse más claramente de estructuras de deuda bien diseñadas. Este hallazgo amplía el marco teórico inicial, aportando una dimensión práctica más precisa sobre cómo se decide en la práctica el instrumento financiero óptimo en función del perfil y las necesidades reales de las empresas participadas.

Finalmente, algunos gestores entrevistados subrayaron un hallazgo adicional e inesperado: la importancia crítica de la regulación europea y local en la elección de instrumentos financieros. En entrevistado 2 señaló que *"la normativa europea condiciona considerablemente el uso y la estructura de los instrumentos de financiación, especialmente en vehículos con enfoque internacional"*, factor que no había sido suficientemente considerado en el marco teórico original y que abre nuevas vías relevantes para futuras investigaciones sobre inversión de impacto.

B) Rentabilidad financiera

En relación con la rentabilidad financiera en la inversión de impacto, los entrevistados han aportado información significativa y diversa que confirma, matiza y amplía los elementos del marco teórico previamente definidos.

En primer lugar, diversos entrevistados han ratificado la teoría sobre las expectativas más elevadas de rentabilidad asociadas al equity frente a la deuda. Así, por ejemplo, el entrevistado 7 enfatizó que en sus fondos buscan obtener una TIR mínima del 15%, resaltando explícitamente que *"una operación concreta de equity resultó excepcionalmente rentable con un múltiplo de inversión (MOIC) de más de 30 veces el capital invertido, aunque esto debe considerarse como un resultado excepcional"*. De forma similar, el entrevistado 9 afirmó que, aunque su fondo no divulga cifras exactas públicamente, *"ofrecemos rentabilidades competitivas con TIR cercanas al 10-12%, necesarias para atraer inversores mainstream al sector del impacto"*.

El entrevistado 2 también confirmó esta orientación hacia retornos competitivos de mercado en inversiones de equity, destacando que su fondo apunta a operaciones con un ticket promedio de alrededor de seis a siete millones de euros por empresa, esperando retornos significativos para justificar la elección del instrumento financiero. Estas afirmaciones confirman la teoría inicial de que el equity, pese a su mayor exposición al riesgo, es atractivo por su capacidad para generar retornos superiores cuando las condiciones del mercado y la gestión de las empresas participadas son favorables.

Además, el entrevistado 5 respaldó esta visión al aportar cifras específicas de rentabilidades realizadas, indicando claramente que su fondo ha obtenido resultados muy positivos en algunas inversiones estratégicas, alcanzando múltiplos de salida que superaron ampliamente las expectativas iniciales. Este entrevistado destacó particularmente una salida que *"generó un múltiplo cercano a 3x en apenas cuatro años, confirmando la capacidad del equity para superar consistentemente las expectativas iniciales de retorno financiero cuando se seleccionan correctamente los activos y se gestionan de manera efectiva"*.

Sin embargo, no todas las experiencias se alinean perfectamente con estas expectativas iniciales. Algunos entrevistados identificaron divergencias importantes respecto al marco teórico. Particularmente, el entrevistado 8 reveló que, aunque su fondo tenía originalmente expectativas altas sobre los préstamos convertibles, estos *"generaron*

menor rentabilidad efectiva de la esperada debido a complicaciones relacionadas con las conversiones y a la dilución no anticipada de participaciones". Esto contrasta con la teoría inicial que postula los instrumentos híbridos como equilibrados y eficaces en rentabilidad y control de riesgos, mostrando que en la práctica, la complejidad inherente a estos instrumentos puede afectar negativamente los resultados financieros.

El entrevistado 11 también indicó una discrepancia respecto al marco teórico sobre la estabilidad y previsibilidad de la rentabilidad esperada mediante deuda. Explicó que "*la rentabilidad en deuda, aunque teóricamente es más predecible y estable, en la práctica no siempre cumple estas expectativas debido a problemas operativos o financieros inesperados que afectan a las empresas prestatarias*". Esta divergencia puede deberse a particularidades del mercado español o a la realidad específica de las empresas sociales, que pueden presentar una mayor volatilidad operativa que impacta directamente en la capacidad de pago y, en consecuencia, en la rentabilidad real de la deuda.

Igualmente, el entrevistado 4 abordó la cuestión desde otro ángulo al mencionar que los instrumentos de deuda a corto plazo, aunque ofrecen liquidez y previsibilidad de pagos, "*no permiten obtener rentabilidades superiores a un dígito, limitando significativamente el potencial de crecimiento financiero*". Este punto confirma la percepción generalizada entre los gestores de fondos entrevistados de que la deuda es menos atractiva desde la perspectiva estrictamente financiera, especialmente cuando se compara con las oportunidades de rentabilidad que ofrece el equity.

Más allá de las confirmaciones y divergencias con el marco teórico, las entrevistas revelaron también hallazgos adicionales importantes, no contemplados inicialmente, que enriquecen sustancialmente el análisis sobre rentabilidad financiera. Uno de estos es el efecto "*power law*", resaltado explícitamente por el entrevistado 9, quien indicó que "*la mayor parte de las ganancias del fondo se concentra en una o dos inversiones altamente exitosas, compensando así resultados moderados o negativos en otras operaciones*". Este fenómeno implica una estrategia de selección muy cuidadosa y activa, reconociendo que la rentabilidad global del fondo depende significativamente del éxito excepcional de pocas inversiones clave.

Otro hallazgo adicional significativo surge del análisis del entrevistado 7, quien destacó la importancia crítica del horizonte temporal del capital invertido. Mencionó específicamente que "*la rentabilidad efectiva mejora notablemente cuando el capital es*

paciente y permanece invertido por periodos más largos, permitiendo que las empresas maduren adecuadamente antes de realizar la desinversión". Este aspecto no había sido suficientemente considerado en el marco inicial, pero surge como un factor clave en la optimización de los retornos financieros en inversiones de impacto.

Finalmente, se detectó la relevancia crucial de ajustar expectativas iniciales con la realidad del mercado específico. El entrevistado 3 advirtió sobre la necesidad de moderar expectativas y ajustar los modelos de retorno esperado a la realidad local: *"Aunque nuestra expectativa original era superior, hemos ajustado nuestras expectativas financieras conforme a la experiencia práctica acumulada, considerando las limitaciones y particularidades del mercado español"*. Este punto revela la importancia de mantener un enfoque dinámico y adaptativo en la gestión financiera, reconociendo que las teorías iniciales deben ajustarse a la experiencia práctica continua.

C) Riesgo y gestión del mismo

En el ámbito específico de la inversión de impacto, la evaluación y gestión del riesgo adquieren una relevancia particular debido a la naturaleza dual de los objetivos perseguidos: rentabilidad financiera e impacto social o ambiental. Las entrevistas realizadas con diversos gestores en España aportan valiosas confirmaciones prácticas, así como divergencias y elementos novedosos respecto al marco teórico inicial.

En primer lugar, los entrevistados ratificaron en su mayoría el marco teórico respecto a la importancia de realizar una evaluación exhaustiva de riesgos previos a cualquier inversión. Según el entrevistado 2, este análisis inicial resulta crucial: *"realizamos una diligencia debida intensiva, especialmente en aspectos operativos y financieros, para identificar anticipadamente posibles riesgos"*. De igual manera, el entrevistado 8 destacó que una parte esencial de la gestión del riesgo es asegurar la alineación entre el modelo de negocio y el propósito social o ambiental, indicando que *"cuando detectamos desalineación en estas áreas, actuamos rápidamente para ajustar el curso o salir de la inversión"*. Estas prácticas confirman claramente la teoría sobre la necesidad de procesos rigurosos y tempranos para minimizar riesgos futuros.

Otra validación práctica del marco teórico se encuentra en la amplia utilización de cláusulas contractuales diseñadas para mitigar riesgos específicos. Los entrevistados resaltaron consistentemente la incorporación de condiciones restrictivas y materias

reservadas en contratos de equity, permitiendo intervenciones rápidas en situaciones críticas. El entrevistado 4 explicó claramente que estas cláusulas son fundamentales: *"cuando invertimos mediante equity, aseguramos mecanismos de control y seguimiento estrecho, ya que en situaciones de crisis estas cláusulas permiten proteger nuestra posición y mitigar pérdidas potenciales"*. Esto confirma que la estructura contractual es una herramienta clave para la gestión del riesgo.

Por otra parte, la mayoría de los entrevistados coincidieron en la importancia de contar con garantías reales o personales en inversiones mediante deuda. Según el entrevistado 7, *"siempre buscamos tener garantías tangibles para asegurar al menos parte del capital invertido en caso de impago"*. Este enfoque reafirma claramente la teoría sobre el papel protector de las garantías, particularmente en deuda privada.

Sin embargo, los entrevistados también identificaron divergencias importantes con respecto al marco teórico, especialmente en relación con la efectividad real de estas garantías. Varios entrevistados destacaron que, aunque formalmente se establecen garantías, en la práctica su ejecución efectiva puede resultar mucho más compleja y menos eficaz de lo previsto. En palabras del entrevistado 9, *"cuando una empresa entra en dificultades serias, la ejecución de garantías se enfrenta a obstáculos legales y operativos que reducen significativamente la recuperación esperada"*. Esta percepción crítica subraya una discrepancia significativa respecto a la teoría clásica sobre garantías como mecanismos altamente efectivos para recuperar inversiones.

Otro aspecto divergente relevante identificado en las entrevistas es el supuesto teórico sobre la separación clara entre los roles de acreedores y accionistas. Los entrevistados señalaron que en situaciones complicadas, estas líneas pueden volverse difusas, causando tensiones internas adicionales. Según destacó el entrevistado 11, *"aunque invertimos como acreedores, en situaciones de crisis financiera frecuentemente nos encontramos tomando decisiones estratégicas más propias de accionistas, lo que inevitablemente genera conflictos internos"*. Esta experiencia refleja una complejidad práctica no plenamente considerada en los marcos teóricos tradicionales.

Igualmente, algunos entrevistados cuestionaron la aplicabilidad plena de modelos tradicionales de evaluación de riesgos al contexto específico de la inversión de impacto. El entrevistado 3 indicó explícitamente que *"los riesgos asociados a las empresas sociales o ambientales son particularmente difíciles de evaluar usando métodos"*

convencionales, dado que hay variables no financieras que pueden influir considerablemente en la sostenibilidad del modelo". Este hallazgo pone en relieve la necesidad de desarrollar herramientas específicas y adaptadas para evaluar riesgos en empresas cuyo principal valor agregado es social o ambiental.

Entre los hallazgos adicionales surgidos de las entrevistas, destaca especialmente el enfoque flexible y estratégico adoptado por algunos gestores frente a situaciones de impago o dificultades financieras, priorizando la sostenibilidad a largo plazo del proyecto frente a la recuperación inmediata del capital. El entrevistado 5 indicó que, ante situaciones de impago, *"en ocasiones optamos por reestructurar condiciones financieras de manera flexible, incluso si esto implica retrasar recuperaciones monetarias, priorizando así mantener vivo el impacto social o ambiental de la inversión"*. Esta aproximación pragmática, centrada en el largo plazo, contrasta significativamente con enfoques más tradicionales enfocados en recuperaciones inmediatas.

Otro elemento adicional relevante mencionado frecuentemente por los entrevistados es la importancia del factor humano en la evaluación y gestión del riesgo. El entrevistado 1 destacó que *"la calidad y compromiso del equipo gestor es una garantía clave frente a situaciones adversas, a menudo incluso más eficaz que las garantías financieras o legales"*. Este hallazgo resalta la necesidad de incorporar evaluaciones más detalladas y continuas sobre el equipo directivo como parte central de la estrategia integral de gestión del riesgo.

Finalmente, un aspecto novedoso señalado por los entrevistados es la creciente relevancia de gestionar riesgos políticos y regulatorios, especialmente para fondos con exposición internacional o que operan en sectores altamente regulados. Según afirmó el entrevistado 6, *"la incertidumbre regulatoria es un riesgo emergente que requiere estrategias específicas como diversificación geográfica o alianzas locales para mitigar su impacto potencial"*. Este punto introduce una dimensión adicional del riesgo, no plenamente abordada en el marco teórico inicial, que abre interesantes oportunidades para futuras investigaciones en la inversión de impacto.

D) *Liquidez y estrategias de desinversión*

En términos de liquidez y estrategias de desinversión, las entrevistas aportan una serie de hallazgos importantes que confirman, matizan y amplían los elementos del marco teórico

inicialmente planteado. En primer lugar, diversos entrevistados confirmaron la teoría de que la liquidez constituye uno de los retos centrales en las inversiones de impacto, especialmente en instrumentos de equity. Según el entrevistado 2, la gestión del periodo de inversión y posterior salida representa un desafío clave, indicando que *"normalmente estructuramos nuestros fondos con una duración de 5 años para la inversión y otros 5 años para la desinversión, tratando siempre de mantener cierto margen para maximizar el valor de las participadas"*. Este enfoque ratifica claramente la teoría sobre la necesidad de períodos extendidos para gestionar adecuadamente la liquidez en inversiones privadas.

Los entrevistados coincidieron ampliamente en utilizar mecanismos contractuales específicos para mitigar los problemas de iliquidez, confirmando así otro aspecto esencial del marco teórico. El entrevistado 4 mencionó que la liquidez en deuda privada se gestiona principalmente mediante estructuras "evergreen", explicando que *"en nuestros fondos abiertos, mantenemos una gestión continua de la liquidez gracias a pagos constantes de intereses y amortizaciones parciales, lo que facilita salidas anticipadas para los inversores cuando estas son necesarias"*. Esta práctica valida la teoría respecto al uso de mecanismos recurrentes de flujo financiero para aliviar presiones de liquidez.

En relación con estrategias específicas de desinversión, varios entrevistados destacaron el uso habitual de ventas parciales anticipadas para mejorar la liquidez y reducir el riesgo general del portafolio. El entrevistado 7 indicó que *"realizamos habitualmente salidas parciales cuando una inversión alcanza cierta madurez o valor objetivo, lo que permite distribuir beneficios y reinvertir en nuevas oportunidades"*. Esta estrategia coincide plenamente con la teoría inicial sobre la importancia de diversificar temporalmente las desinversiones para gestionar eficientemente la liquidez.

Sin embargo, también emergieron divergencias significativas respecto al marco teórico sobre la eficacia práctica de ciertos mecanismos para gestionar la iliquidez. En particular, varios entrevistados cuestionaron la teoría que asume la existencia de un mercado secundario robusto como vía efectiva para facilitar la salida anticipada. Según el entrevistado 9, *"aunque en teoría un mercado secundario activo sería ideal para gestionar salidas anticipadas, en la práctica española este mercado es todavía limitado y poco eficiente, dificultando significativamente las estrategias de liquidez rápida"*. Esta crítica destaca una discrepancia clave con el supuesto teórico inicial y refleja claramente las limitaciones prácticas del entorno local.

Otra divergencia relevante es la percepción sobre los plazos reales de desinversión frente a los previstos inicialmente. El entrevistado 3 enfatizó que "*aunque nuestros fondos tienen plazos definidos, en la práctica las salidas suelen requerir más tiempo del previsto debido a las dificultades operativas y de mercado, especialmente en inversiones orientadas al impacto social*". Esta observación critica directamente la teoría sobre la planificación precisa de tiempos de salida y revela la necesidad de flexibilidad operativa mucho mayor de la prevista inicialmente.

Entre los hallazgos adicionales más relevantes destaca la creciente adopción de estrategias innovadoras para mitigar la iliquidez inherente a inversiones de impacto. Según el entrevistado 5, algunos fondos están comenzando a implementar mecanismos flexibles, como ventanas de liquidez específicas o acuerdos anticipados con inversores estratégicos que garantizan salidas parciales o totales en condiciones determinadas: "*hemos empezado a negociar salidas potenciales con anticipación mediante acuerdos preliminares, lo cual permite una liquidez mucho más predecible y efectiva cuando llega el momento de desinvertir*". Esta innovación representa una evolución significativa respecto a estrategias clásicas y apunta a una creciente sofisticación del sector en términos de gestión de liquidez.

Asimismo, otro aspecto adicional de gran relevancia identificado por varios entrevistados es la importancia crítica de la comunicación continua y anticipada con inversores para manejar eficazmente expectativas sobre liquidez. En este sentido, el entrevistado 11 destacó la necesidad de mantener informados constantemente a los inversores sobre las condiciones de mercado y las expectativas realistas de salida, afirmando que "*una gestión transparente y proactiva de la comunicación con inversores permite manejar adecuadamente expectativas sobre liquidez y evita sorpresas o conflictos en etapas avanzadas de los fondos*". Este punto añade una dimensión adicional al análisis inicial, subrayando la importancia estratégica de la gestión de expectativas como factor clave en la administración efectiva de la liquidez.

Un último hallazgo adicional relevante señalado por varios entrevistados es el papel creciente de mecanismos híbridos de liquidez, que combinan elementos propios del equity y de la deuda para facilitar salidas anticipadas. El entrevistado 8 mencionó específicamente que "*hemos comenzado a explorar el uso de instrumentos híbridos o convertibles que permitan una transición más fluida y gradual hacia la liquidez final, combinando ventajas propias de instrumentos de deuda y equity*". Esta estrategia

emergente refleja una adaptación práctica significativa frente a limitaciones del mercado local, ampliando considerablemente las opciones disponibles para gestionar eficientemente la liquidez.

E) Impacto de la inversión

En cuanto al impacto de la inversión, las entrevistas realizadas ofrecen valiosas confirmaciones prácticas sobre los mecanismos establecidos para medir y garantizar el cumplimiento de los objetivos sociales y ambientales. La mayoría de los entrevistados coincidieron en la importancia fundamental de disponer de metodologías robustas para evaluar sistemáticamente el impacto. Por ejemplo, el entrevistado 2 indicó claramente que utilizan indicadores estandarizados y marcos internacionales como los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) para evaluar y comunicar el impacto generado por sus inversiones, enfatizando que "*aplicamos métricas internacionales reconocidas para asegurar la transparencia y comparabilidad del impacto*".

El entrevistado 4 también confirmó esta práctica al señalar que su fondo implementa evaluaciones continuas mediante sistemas de medición específicos, afirmando que "*establecemos indicadores clave desde el inicio de la inversión y realizamos revisiones trimestrales para verificar el cumplimiento de estos objetivos*". Esta validación refuerza claramente el marco teórico inicial que subraya la necesidad de mediciones consistentes y recurrentes para asegurar un impacto real y medible.

Asimismo, varios entrevistados destacaron el uso estratégico de auditorías externas para validar los resultados del impacto social o ambiental declarado por las empresas participadas. El entrevistado 7 mencionó específicamente que "*nuestras inversiones están sujetas regularmente a auditorías externas independientes para confirmar que las declaraciones de impacto sean precisas y estén plenamente respaldadas*". Este mecanismo confirma explícitamente la teoría respecto a la importancia crítica del aseguramiento independiente en la credibilidad y legitimidad del impacto generado.

Por otra parte, emergieron importantes divergencias respecto al marco teórico sobre la facilidad práctica para aplicar mediciones rigurosas y estandarizadas en contextos operativos complejos. Algunos entrevistados señalaron dificultades significativas para implementar metodologías uniformes en inversiones con impacto social muy específico o altamente contextual. El entrevistado 9 enfatizó esta dificultad, mencionando que

"aunque en teoría se proponen sistemas estandarizados como IRIS o los ODS, en la práctica encontramos muchas situaciones únicas donde estas métricas no capturan plenamente la naturaleza específica del impacto social o ambiental buscado". Esta discrepancia revela una limitación crítica del marco teórico inicial, subrayando la necesidad de adaptar enfoques de medición a las particularidades locales o contextuales.

Otra divergencia destacada por varios entrevistados es la percepción sobre la relación directa entre impacto y retorno financiero. Aunque teóricamente ambas dimensiones deberían alinearse claramente, varios gestores identificaron situaciones frecuentes en las que la maximización del impacto social o ambiental entra en tensión directa con objetivos financieros. Según el entrevistado 3, "*a veces nos enfrentamos a decisiones donde maximizar el impacto implica renunciar parcialmente a objetivos financieros, lo cual genera dilemas internos importantes*". Esta afirmación refleja una divergencia crítica respecto a la teoría clásica que postula una alineación natural entre impacto y rentabilidad financiera.

Entre los hallazgos adicionales importantes identificados durante las entrevistas, destaca la creciente importancia atribuida a la adicionalidad del impacto como criterio fundamental para seleccionar y evaluar inversiones. Varios entrevistados señalaron explícitamente la necesidad de evaluar si el impacto generado por la inversión es genuinamente adicional o si hubiese ocurrido igualmente sin dicha inversión. En palabras del entrevistado 5, "*prestamos especial atención a la adicionalidad, asegurando que nuestro capital genere impacto que no hubiese ocurrido sin nuestra participación específica*". Este enfoque introduce una dimensión crítica adicional al análisis tradicional del impacto.

Otro hallazgo adicional relevante es el reconocimiento creciente de la importancia estratégica de involucrar a las empresas participadas activamente en la definición y medición del impacto. Varios entrevistados mencionaron que la participación activa de las empresas en este proceso incrementa notablemente la efectividad y credibilidad de las mediciones. Según el entrevistado 11, "*implicamos profundamente a las empresas desde el inicio, asegurando que las métricas de impacto sean realistas, aceptadas y validadas internamente, lo cual facilita enormemente su cumplimiento*". Este enfoque participativo añade una dimensión clave no considerada plenamente en el marco teórico inicial, aportando importantes ventajas prácticas en términos de sostenibilidad del impacto.

Finalmente, varios entrevistados identificaron como hallazgo adicional significativo el papel crucial de la comunicación efectiva y transparente del impacto a inversores y partes interesadas externas. Según el entrevistado 8, *"hemos aprendido que comunicar claramente y con frecuencia los logros y retos en términos de impacto fortalece considerablemente la confianza y compromiso de nuestros inversores y otras partes interesadas"*. Este elemento adicional subraya la importancia estratégica de una gestión transparente y activa de la comunicación del impacto como factor clave para mantener relaciones positivas y duraderas con inversores y *stakeholders*.

F) Tendencias y futuro del sector

Una conclusión generalizada entre los entrevistados es que la inversión de impacto en España ya no es vista como una tendencia pasajera o una mera moda, sino como un modelo consolidado que perdurará en el tiempo. En este sentido, el entrevistado 11 destacó explícitamente que *"la inversión de impacto está resistiendo bien frente a la ola anti-sostenibilidad proveniente de Estados Unidos; esto es señal de que no es una moda pasajera, sino un cambio estructural profundo en el paradigma de inversión"*. Esta observación subraya una convicción compartida entre gestores y analistas de que la inversión de impacto ha trascendido su fase inicial para convertirse en una parte integral y estable del ecosistema financiero.

Este consenso sobre la permanencia del modelo de inversión de impacto se ve reforzado por el reconocimiento generalizado entre los entrevistados del crecimiento significativo que está experimentando el sector en España. La mayoría de ellos enfatizaron la importancia del incremento del interés tanto institucional como individual por este tipo de inversiones. Como explicó claramente el entrevistado 11, *"el mercado español está experimentando una expansión notable, impulsada por una mayor conciencia social y ambiental y un marco regulatorio que progresa paulatinamente"*. Esta afirmación coincide con la percepción general de que España está desarrollando un entorno cada vez más favorable para la inversión de impacto.

Sin embargo, pese a estos avances, los entrevistados señalaron aspectos críticos que limitan actualmente el desarrollo efectivo del sector en España. Una de las preocupaciones más recurrentes mencionadas es la insuficiente madurez del ecosistema financiero dedicado específicamente a la inversión de impacto. El entrevistado 7 indicó que, aunque el crecimiento es evidente, aún *"falta desarrollar un ecosistema sólido con*

intermediarios financieros especializados, métricas homogéneas y eficientes mecanismos de reporte del impacto". Esta carencia señala una barrera significativa para la consolidación plena del sector.

Otro punto recurrentemente mencionado como limitante es la dificultad persistente para atraer grandes inversores institucionales hacia el mercado español de inversión de impacto. Según el entrevistado 4, *"los inversores institucionales todavía muestran reticencia a comprometer grandes volúmenes de capital debido a la percepción de mayor riesgo y menor liquidez comparado con las inversiones tradicionales"*. Esta percepción revela un desafío clave que es necesario abordar para conseguir la escala y el impacto deseado.

Además, los entrevistados identificaron un problema estructural específico relacionado con la escasez de proyectos de impacto de alta calidad en España. El entrevistado 11 expresó claramente esta preocupación, indicando que *"hay una escasez notable de proyectos suficientemente maduros y de calidad, lo que limita significativamente la escalabilidad y efectividad del sector"*. Este hallazgo sugiere una necesidad urgente de impulsar iniciativas que fomenten la maduración y preparación de empresas sociales y sostenibles.

Un aspecto destacado ampliamente en las entrevistas es la evolución hacia un uso cada vez más frecuente de instrumentos híbridos, que combinan características de deuda y equity, debido a su flexibilidad y capacidad adaptativa. Como explicó claramente el entrevistado 8, *"los instrumentos híbridos están ganando terreno porque permiten mitigar riesgos financieros, manteniendo potencialmente altos retornos y un mayor control sobre el impacto generado"*. Esta observación resalta una clara tendencia estratégica hacia soluciones financieras más adaptativas y flexibles.

Otra reflexión importante compartida por los entrevistados se refiere a la necesidad urgente de formación específica sobre inversión de impacto dirigida a profesionales financieros tradicionales. Según el entrevistado 9, *"existe una necesidad evidente de programas educativos especializados, tanto universitarios como profesionales continuos, para asegurar una profesionalización efectiva del sector financiero en materia de impacto"*. Este énfasis en la educación especializada apunta a una carencia actual crítica que, de ser resuelta, podría facilitar enormemente la expansión y madurez del sector.

En paralelo, los entrevistados coincidieron en señalar la importancia estratégica de mejorar y estandarizar las métricas y procesos para medir el impacto social y ambiental en España. Esta falta de estándares comunes fue identificada explícitamente por el entrevistado 2 como *"una barrera considerable para la comparación efectiva entre inversiones y para la confianza de inversores potenciales"*. Este desafío subraya una necesidad clave que debe abordarse con urgencia para reforzar la credibilidad y efectividad operativa del sector.

Adicionalmente, surgió la reflexión sobre la importancia crucial de fomentar un marco regulatorio favorable y específico para la inversión de impacto en España. El entrevistado 11 mencionó explícitamente que *"un marco regulatorio claramente definido y favorable podría acelerar considerablemente la entrada de capital adicional, facilitando tanto la operativa de los fondos como la captación de inversores institucionales más conservadores"*. Esta propuesta refleja la importancia de un entorno regulatorio propicio como condición esencial para el desarrollo efectivo del sector.

Finalmente, los entrevistados destacaron con énfasis la necesidad estratégica de aumentar la visibilidad pública y la comunicación efectiva de casos exitosos de inversión de impacto. El entrevistado 4 señaló claramente que *"la comunicación activa y estratégica de ejemplos exitosos y resultados medibles es fundamental para generar confianza y atraer más capital hacia el sector"*. Esta reflexión añade una dimensión adicional importante sobre cómo la percepción pública y la comunicación efectiva pueden convertirse en herramientas fundamentales para consolidar y expandir aún más el sector en España.

5.2. ACADEMIA

La entrevista realizada con el entrevistado 6, director de una cátedra especializada en impacto social, aporta reflexiones significativas desde el ámbito académico sobre la inversión de impacto. En primer lugar, resalta el esfuerzo sistemático realizado por esta cátedra para estructurar y ordenar el conocimiento práctico disponible, señalando que su contribución fundamental ha consistido en *"reunir a los practitioners, escucharles y sistematizar y construir teoría a partir de lo que ellos nos han dicho"*. Este enfoque subraya la importancia crítica de contar con marcos metodológicos comunes que permitan evaluar con rigor el impacto social generado, destacando especialmente la necesidad de

una base consensuada para facilitar comparaciones válidas y creíbles entre diferentes proyectos y fondos.

Un concepto particularmente relevante que mencionó el entrevistado es el del “capital paciente”. Subrayó que, en inversiones con objetivos sociales o ambientales, es esencial que los inversores comprendan que los retornos significativos no siempre se manifiestan a corto plazo. Según él, *"el capital paciente implica aceptar períodos largos para obtener resultados sustanciales tanto en rentabilidad financiera como en impacto real"*. Esta perspectiva resalta una particularidad intrínseca a la inversión de impacto, diferenciándola claramente de otros tipos de inversión puramente financieras y enfatizando el valor estratégico de una visión a largo plazo.

Otro aporte clave del entrevistado es la relevancia central de definir claramente una "Teoría del cambio". De acuerdo con él, establecer esta teoría es imprescindible para cualquier fondo de impacto, puesto que proporciona un marco conceptual sólido para guiar acciones e inversiones. Además, mencionó explícitamente que en la práctica no todas las gestoras tienen una teoría del cambio claramente establecida, indicando que *"es curioso porque no todas la tienen, y sin embargo es fundamental para clarificar los objetivos de la inversión y medir su avance en términos de impacto"*. Esta observación implica un área potencial de mejora significativa para el sector y subraya la importancia de la claridad estratégica en la inversión socialmente responsable.

Una de las reflexiones más interesantes del entrevistado se relaciona con la importancia fundamental de escuchar activamente a todos los grupos de interés involucrados en un proyecto, poniendo especial énfasis en la dimensión territorial y local. En este sentido, destacó un ejemplo práctico sobre una fundación en Valencia que, tras más de 50 años de trabajo en la localidad, ha demostrado cómo la proximidad y el conocimiento profundo del territorio pueden facilitar notablemente la recuperación en situaciones críticas, como la reciente Dana, debido a que *"conocen el territorio, a las personas, al tejido local, y eso hace que la reconstrucción sea más sencilla"*. Esta reflexión aporta una perspectiva enriquecedora al análisis de impacto, subrayando que el éxito de las inversiones también está condicionado significativamente por su arraigo local y su capacidad de integración en la comunidad.

Finalmente, el entrevistado destacó una reflexión especialmente relevante sobre el potencial y los límites actuales de la inteligencia artificial (IA) en el ámbito de la inversión

social. Advirtió que la IA, tal como está entrenada en la actualidad, presenta sesgos importantes al haber sido desarrollada desde paradigmas que no contemplan adecuadamente las realidades de comunidades vulnerables o marginadas. En sus propias palabras, la IA actual *"ha aprendido desde un modelo que no sirve para abordar problemas sociales específicos"*, siendo necesario *"enseñar a la IA a aprender para el impacto"*. Este comentario revela un desafío innovador y crítico para la evolución futura de la inversión socialmente responsable, sugiriendo la necesidad urgente de adaptar tecnologías emergentes como la IA para mejorar la efectividad de las inversiones de impacto.

5.3. SECTOR PÚBLICO

Con un presupuesto asignado de 400 millones de euros procedentes de fondos europeos, el FIS desempeña un rol clave al abordar directamente fallos del mercado mediante estrategias basadas en la adicionalidad, así como en la movilización efectiva de capital privado a través de un marcado efecto catalítico.

Una reflexión clave del entrevistado 10 es que el propósito fundamental del FIS no es la maximización de la rentabilidad financiera convencional, sino la corrección de ineficiencias del mercado que generan desatención hacia determinados sectores sociales o medioambientales críticos. Según explicó claramente, *"nuestro objetivo principal no consiste en generar una rentabilidad económica elevada, sino asegurar la devolución del capital público invertido, garantizando adicionalidad social y ambiental en cada operación financiada"*. Este enfoque estratégico se concentra especialmente en proyectos en etapas iniciales o semilla, donde el capital privado muestra reticencia a intervenir debido a la incertidumbre y el alto riesgo implícito, pero cuyo potencial transformador social es elevado.

El entrevistado destacó además el efecto multiplicador del FIS, indicando que, por cada euro invertido por este fondo público, se pretende movilizar entre dos y tres euros adicionales provenientes del sector privado. En concreto, señaló que *"con los 400 millones disponibles, podríamos movilizar en total más de mil millones de euros hacia inversiones con impacto social"*. Este aspecto catalítico es particularmente significativo, ya que contribuye a optimizar el uso de recursos públicos, generando confianza y

legitimidad ante inversores privados, y fortaleciendo notablemente el crecimiento del ecosistema español de impacto.

Respecto a la selección estratégica de instrumentos financieros, el entrevistado subrayó la flexibilidad del FIS en adaptarse a las particularidades y necesidades específicas de cada proyecto. Preciso que, en fases tempranas, debido a la notable ausencia de financiación convencional, *"el equity es especialmente relevante, pues permite participar activamente en decisiones estratégicas y asegurar así la orientación efectiva hacia resultados sociales"*. Sin embargo, en etapas posteriores o según condiciones específicas de cada iniciativa, se valora también la utilización de instrumentos híbridos o deuda, facilitando la adaptabilidad a distintos contextos operativos y financieros.

Otro elemento esencial destacado por el entrevistado es la relevancia crítica de la asistencia técnica asociada a las inversiones, señalando que hasta un 2% del fondo se destina a este tipo de apoyo especializado. Según afirmó, esta asistencia *"es fundamental para reforzar capacidades operativas y asegurar la sostenibilidad y efectividad de los proyectos, especialmente en iniciativas más pequeñas o con menor experiencia previa"*. Este soporte técnico contribuye significativamente a la viabilidad y éxito a largo plazo de las inversiones financiadas.

Además, el entrevistado puso énfasis en la rigurosa exigencia del FIS respecto a la medición y evaluación del impacto social generado. Cada inversión debe contar desde el inicio con una teoría del cambio clara, así como con indicadores específicos que permitan evaluar objetivamente los resultados sociales y ambientales alcanzados. Según expresó, *"es imprescindible un compromiso explícito de medir y verificar el impacto generado, preferiblemente mediante evaluadores externos, garantizando así la transparencia y credibilidad del proceso"*. Este rigor metodológico es clave para demostrar la efectividad de las inversiones ante los diferentes grupos de interés.

Entre los desafíos identificados por el entrevistado 10 destaca especialmente la escasez de formación específica en impacto social en las universidades públicas españolas, una cuestión crítica ya que *"los universitarios son los futuros profesionales que impulsarán el desarrollo del sector, por lo que es urgente integrar estos conocimientos en las estructuras educativas"*. Esta carencia formativa limita significativamente la capacidad futura de crecimiento y profesionalización del ecosistema español de inversión de impacto.

Asimismo, señaló una persistente aversión al riesgo como una barrera relevante en España, subrayando que esta actitud conservadora "*limita la entrada y participación de inversores en proyectos con impacto social significativo, particularmente en etapas tempranas o más innovadoras*". Esta percepción del riesgo como un obstáculo a superar resalta la necesidad estratégica de desarrollar mecanismos que reduzcan esta incertidumbre y potencien una mayor participación inversora.

Finalmente, una reflexión especialmente significativa fue su visión sobre el futuro deseable del sector, donde la dimensión social y ambiental no debería ser marginal, sino integrada plenamente en el modelo económico general. Explicó que "*actualmente la economía social en España representa alrededor del 10%, pero el objetivo debería ser que eventualmente no hablásemos específicamente de economía social o de impacto, sino que todos los actores económicos incorporasen naturalmente una dimensión clara de impacto social en su operativa diaria*".

6. CONCLUSIONES

En base al marco teórico desarrollado y las entrevistas realizadas, se puede constatar que tanto la deuda como el equity tienen implicaciones particulares que influyen directamente en la estrategia de inversión adoptada por los fondos y gestores de impacto.

El equity ofrece potenciales retornos elevados debido a la participación directa en el crecimiento y éxito de las empresas financiadas. No obstante, esta ventaja implica asumir riesgos más altos, especialmente en contextos de iliquidez y volatilidad, haciendo que el equity sea más adecuado para inversores con una orientación a largo plazo y tolerancia a la incertidumbre.

En contraste, la deuda proporciona una rentabilidad más predecible y estable, favorecida por pagos recurrentes de intereses y menores riesgos en escenarios adversos, dado que los acreedores tienen prioridad en caso de liquidación. Sin embargo, este instrumento limita el potencial de ganancias extraordinarias y puede generar presiones financieras en las entidades financiadas, especialmente cuando las condiciones de mercado son complejas o inciertas.

En cuanto al impacto social y ambiental, ambos instrumentos presentan ventajas únicas. El equity facilita una mayor involucración estratégica por parte de los inversores, permitiendo influir en la gobernanza y asegurar un compromiso más profundo y sostenido con la misión social o ambiental de las organizaciones. La deuda, por otro lado, aunque limita la participación directa en la gestión estratégica, ofrece flexibilidad en la estructura de pagos y la posibilidad de diseñar incentivos específicos ligados al cumplimiento de objetivos de impacto, lo que puede fomentar una cultura operativa disciplinada y eficiente en las entidades financiadas.

El estudio también revela que la elección entre deuda y equity no es solo una decisión financiera, sino que depende significativamente de factores contextuales como el tamaño, etapa de madurez y necesidades específicas de las empresas. De hecho, una estrategia híbrida o multiestrategia emerge como alternativa pragmática, combinando instrumentos financieros para aprovechar lo mejor de ambos mundos y adaptarse eficazmente a las necesidades cambiantes del mercado español.

En conclusión, ninguna estrategia financiera es intrínsecamente superior a la otra, sino que su idoneidad dependerá del perfil particular del inversor, del contexto del mercado y de los objetivos específicos de impacto.

7. DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE IA

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

Por la presente, yo, Paz Sánchez-Terán Manzanedo, estudiante del doble grado en Derecho y Administración y Dirección de Empresas (E3) de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado " *Análisis comparativo de la deuda y el capital (equity) como estrategias de inversión, en España: implicaciones en términos de rentabilidad, riesgo e impacto*", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Referencias:** Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
2. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
3. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
4. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.

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

Fecha: 25 de marzo de 2025

Firma:  _____

8. BIBLIOGRAFÍA

- Beka Finance. (2023). Private Debt for Social and Environmental Impact Projects. Retrieved from <https://www.bekafinance.com/noticia/invertir-bolsa-2023>
- Casanovas, G., Picardo Gomendio, T., Monill Badell, H., & González Labián, M. (2024). La oferta de capital de impacto en España en 2023. *Esade Center for Social Impact*. <https://www.esade.edu/faculty-research/en/esade-center-social-impact/impact-investing/impact-investing-spain>
- Chiappini, S., Ceci, F., Mosca, A., Di Carlo, F., Burkauskas, J., Pettorruso, M., Martinotti, G., Guirguis, A., Corkery, J. M., Scherbaum, N., & Schifano, F. (2023). Knowledge and use of over-the-counter drugs in Italy: An exploratory survey-based study in the general population. *Current Neuropharmacology*, 21(1), 133-141.
- COFIDES. (2024). Fondo de Impacto Social: Facilitating Credit for High Impact Entities. Retrieved from <https://www.cofides.es/financiacion/instrumentos-financieros/fondo-impacto-social-fis>
- Cohen, D. (2019). Methods in cultural psychology. In D. Cohen & S. Kitayama (Eds.), *Handbook of cultural psychology* (2nd ed., pp. 163–203). The Guilford Press.
- Creas Impacto. (2023). Creas Impacto: Investing in Social and Environmental Solutions. Retrieved from <https://www.creasimpacto.com>
- El Referente. (2022). Q-Impact: Venture Capital for Social and Environmental Impact. Retrieved from <https://www.elreferente.es>
- European Commission. (2016). A European Strategy for Plastics in a Circular Economy. Retrieved from <https://ec.europa.eu>
- European Venture Philanthropy Association (EVPA). (2017). Financing for Social Impact: The Key Role of Tailored Financing and Hybrid Finance. Retrieved from <https://www.evpa.eu.com>
- European Venture Philanthropy Association (EVPA). (2018). Impact Strategies – How Investors Drive Social Impact. Retrieved from <https://www.evpa.eu.com>

- European Venture Philanthropy Association (EVPA). (2020). Social Impact Bonds: Financing Social Programs Based on Measurable Results. Retrieved from <https://www.evpa.eu.com>
- Eurosif. (2018). European SRI Study 2018. Retrieved from <https://www.eurosif.org>
- Foro Impacto. (2018). Impact Investing in Spain. Esade Center for Social Impact. Retrieved from <https://www.esade.edu/faculty-research/en/esade-center-social-impact/impact-investing/impact-investing-spain>
- Foro Impacto. (2019). Impact Investing in Spain. Esade Center for Social Impact. Retrieved from <https://www.esade.edu/faculty-research/en/esade-center-social-impact/impact-investing/impact-investing-spain>
- Fundación Compromiso y Transparencia. (2012). Transparencia y buen gobierno en las fundaciones españolas. Retrieved from <https://www.compromisoytransparencia.com>
- Fundación Open Value y Social Gob. (2020). La inversión de impacto en España. Retrieved from <https://www.openvaluefoundation.org>
- Gawa Capital. (2024). Huruma Fund and Magnolia Fund: Investing in Social Enterprises. Retrieved from <https://www.gawacapital.com>
- Gianoncelli, A., & Boiardi, P. (2017). Financing for Social Impact: The Key Role of Tailored Financing and Hybrid Finance. European Venture Philanthropy Association.
- Global Impact Investing Network (GIIN). (2018). Annual Impact Investor Survey 2018. Retrieved from <https://thegiin.org/publication/research/annualsurvey2018/>
- Global Impact Investing Network (GIIN). (2019). 2019 Annual Impact Investor Survey. Retrieved from <https://thegiin.org/publication/research/impinv-survey-2019/>
- Gutterman, A. S. (2020). Sustainability and Corporate Governance: A Guide to Law and Practice (1st ed.). Routledge.
- Hehenberger, L., Casasnovas, G., & Ruiz de Munain, J. L. (2022). The supply of impact capital in Spain in 2022. *SpainNAB*. https://spainnab.org/wp-content/uploads/2023/09/SpaiNAB-Report_The-Supply-of-Impact-Capital-in-Spain-in-2022.pdf

- Höchstädter, A. K., & Scheck, B. (2015). What's in a name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 449-475. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2327-0>
- Hunter, J. (2021). *Impact Investing: Transforming How We Make Money While Making a Difference*. Wiley.
- Impact Bridge Asset Management. (2023). IB Deuda Impacto España: Financing Social and Environmental Initiatives. Retrieved from <https://www.impactbridge.com/en/home>
- Kempen. (2019). *Impact Investing: Balancing Financial Returns and Social Impact*. Retrieved from <https://www.kempen.com>
- Morgan Stanley. (2019). Sustainable Signals: Individual Investor Interest Driven by Impact, Conviction and Choice. Retrieved from <https://www.morganstanley.com>
- OCDE. (2019). *Estrategia de Competencias de la OCDE 2019: Competencias para construir un futuro mejor*. OECD Publishing.
- Otoo, A. (2024). *Balancing Impact and Financial Obligations in Social Enterprises*. Springer.
- Porter, M. E., Serafeim, G., & Kramer, M. R. (2019). Where ESG fails. *Institutional Investor*. <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=57084>
- Rauh, J. D., & Sufi, A. (2010). Capital structure and debt structure. *The Review of Financial Studies*, 23(12), 4242-4280.
- Segal, J., & Vargas, E. B. (2021). Opportunities in patient capital financing. In *Innovations in Social Finance* (pp. 193-210). Springer.
- Shaheen, F. (2023). *Financial Discipline and Sustainability in Impact Investing*. Routledge.
- Ship2B. (2019). Equity4Good invierte 545.000 euros en 8 startups de impacto durante 2019. Retrieved from <https://www.ship2b.org/actualidad/equity4good-invierte-545-000-euros-en-8-startups-de-impacto-durante-2019/>

- Ship2B. (2024). Ship2B Ventures: Accelerating Social Impact Startups. Retrieved from <https://www.ship2b.org>
- SpainNAB. (2023). The State of Impact Investing in Spain. Retrieved from <https://www.spainnab.org>
- Spainsif. (2018). Annual Meeting supports the European SRI Transparency Code 4.0. Retrieved from <https://www.eurosif.org/news/spainsif-annual-meeting-supports-the-european-sri-transparency-code-4-0/>
- UK National Advisory Board on Impact Investing. (2017). The Rise of Impact: Five Steps Towards an Inclusive and Sustainable Economy. Retrieved from <https://www.impactinvest.org.uk>
- Up Social. (2020). Catalysts for Change: Accelerating Social Innovation. Retrieved from <https://upsocial.org/en/podcast>
- Vladimirova, D., & Fang-Klingler, J. (2022). Bonds with benefits: Impact investing in corporate debt. *Financial Analyst Journal*. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2023.2280035>