



CRITERIOS CLAVE EN LA ELECCIÓN DE PROYECTOS PARA LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO DE IMPACTO

KEY CRITERIA IN THE CHOICE OF PROJECTS FOR IMPACT VENTURE CAPITAL FUNDS

Óscar Longares Pérez
Feltwood Ecomateriales
oscar.longares@gmail.com

Iciar C. Jiménez-Barandalla
*Universidad Rey Juan Carlos/
Universidad Autónoma de Madrid*
iciar.jimenez@urjc.es

Ignacio Perea Osuna
Hands-on Impact
ignaciopereaosuna@gmail.com

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es identificar los principales criterios en la selección de un proyecto por parte de los fondos de capital riesgo de impacto (FCRI) y establecer un ranking que indique la importancia relativa de los mismos en la decisión final. Para alcanzar este objetivo se ha utilizado la metodología exploratoria, con entrevistas semiestructuradas en profundidad y análisis de informes de Due Diligence, así como la metodología descriptiva para analizar los resultados obtenidos. Dichos resultados permiten concluir que los criterios relativos al Impacto, desde la perspectiva de solucionar problemas reales y con gran potencial de cambio, y al Equipo, desde el liderazgo y la experiencia, son los más determinantes para los FCRI en España. Además, se observa una notable variabilidad de puntuaciones entre los FCRI para algunos criterios, lo que refleja la falta de consenso en cuanto a la selección de ciertos criterios en el ecosistema.

PALABRAS CLAVE

Inversión de impacto; Capital riesgo; Criterios de selección; Fondos de inversión; Emprendimiento social.

Fecha de recepción: 22/12/2022

Fecha de aceptación: 27/04/2023

Fecha de publicación: 15/12/2023

ABSTRACT

The objective of this work is to identify the main criteria in the selection of a project by impact venture capital funds (IVCFs) and to establish a ranking that indicates the relative importance of these criteria in the final decision. To achieve this objective, an exploratory methodology has been used, with semi-structured in-depth interviews and analysis of Due Diligence reports, as well as a descriptive methodology to analyze the results obtained. These results allow us to conclude that the criteria related to Impact, from the perspective of solving real problems with great potential for change, and Team, from the perspective of leadership and experience, are the most decisive for the IVCFs in Spain. In addition, there is a notable variability of scores among the IVCFs for some criteria, which reflects the lack of consensus regarding the selection of certain criteria in the ecosystem.

KEYWORDS

Impact investment; Venture capital; Selection criteria; Investment funds; Social entrepreneurship.

Códigos JEL: L31, Q56, G24, G11.

1. INTRODUCCIÓN

Con un tamaño de mercado estimado de USD 715.000 millones de activos bajo gestión y una tasa de crecimiento anual del 17% (Hand et al., 2020), los inversores de Impacto se han convertido en una fuente de capital cada vez más atractiva para los emprendedores sociales (Glänzel and Scheuerle, 2016). De acuerdo con Casasnovas et al. (2021), en el caso concreto de España, la inversión de impacto en el país es un sector creciente, con una tasa de crecimiento anual del 26% en 2020 (34% en fondos de capital privado) y esperándose incrementos de hasta el 50%. Debido a este aumento significativo, y a que la inversión de impacto contribuye a financiar empresas cuyo objetivo principal es abordar los problemas sociales y medioambientales (Islam, 2022), se considera relevante aportar valor a un ecosistema que crece de una manera tan importante.

Dentro de este contexto, los fondos de capital riesgo, definidos como intermediarios de capital que financian el crecimiento de compañías privadas con el objetivo de maximizar retornos financieros (Metrick and Yasuda, 2021), representan un papel importante también en el ecosistema español de la inversión de impacto (Casasnovas et al., 2021). Esto se debe a que la pequeña y mediana empresa, que predomina en países industrializados como España (Haro-de-Rosario et al., 2016), ha adoptado una perspectiva más social tras la pandemia del COVID (Zahra, 2021), y ello atrae la atención de los fondos de capital riesgo centrados en el impacto (FCRI en adelante). En otras palabras, los fondos de capital riesgo tradicionales van ligados al carácter innovador (Peña and Muñeco, 2018) y a la alta capacidad de crecimiento de las empresas que financian (Gompers and Lerner, 2001), a lo que los FCRI añaden la generación de impacto social o medioambiental (Holtslag, 2021). Por consiguiente, teniendo en cuenta la importancia de esta fuente de capital, se considera relevante estudiar cuáles son los criterios que utilizan los FCRI para evaluar los proyectos que financian, así como establecer un ranking basado en la importancia relativa que tiene cada uno de ellos.

Así, la presente investigación responde a la siguiente pregunta: ¿Cuáles son los criterios clave de un FCRI para seleccionar los proyectos en los que invierte sus fondos? De acuerdo con esta pregunta, la hipótesis de trabajo a contrastar es que existen ciertos criterios clave (relacionados con el impacto, el equipo, el modelo de negocio y las proyecciones financieras, entre otros) en la selección de un proyecto para un FCRI. El valor aportado es la elaboración de un ranking de criterios que permita a las potenciales

empresas invertidas conocer con mayor exactitud qué aspectos de su proyecto valorará el FCRI.

Por consiguiente, el objetivo de esta investigación es identificar los criterios que determinan la selección de un proyecto por parte de un FCRI y crear un ranking a partir de los mismos que indique la importancia relativa de cada uno en la decisión final de inversión. Para ello, se ha utilizado la metodología exploratoria a partir de la consulta a expertos a través de entrevistas semiestructuradas en profundidad, pues esta técnica se ha considerado especialmente adecuada para comprender el comportamiento de los responsables de la toma de decisiones (Ghuri, 2004). Además de las entrevistas, se han analizado documentos relevantes sobre criterios de selección de proyectos en el capital riesgo, tanto de la literatura como de diversos informes de *due diligence*¹. Posteriormente, se ha realizado un análisis descriptivo de los resultados.

El trabajo se estructura como sigue: la Sección 2 contiene el marco teórico relativo a los criterios de selección aplicados por los FCRI y a la importancia de éstos en el ecosistema de la inversión de impacto. En la sección 3 se explica la metodología utilizada y se detalla el trabajo empírico. En la sección 4 se presentan los resultados del estudio y se muestra el ranking de criterios de selección de proyectos resultante del estudio. En la sección 5 se discuten los resultados de acuerdo con la teoría. Finalmente, en la sección 6, se exponen las conclusiones, las limitaciones del trabajo y las sugerencias para investigaciones futuras.

2. MARCO TEÓRICO

El término ‘inversión de impacto’ es creado en 2007 por un grupo de inversores en activos mobiliarios e inmobiliarios, auspiciados por la Fundación Rockefeller (Bugg-Levine and Emerson, 2011). Su intención es generar impacto social y medioambiental, además de rentabilidad financiera (Bugg-Levine and Goldstein, 2009). Según la OECD, la inversión de impacto financia a aquellas organizaciones que tienen una expectativa explícita de retorno social y financiero a la vez (Wilson, 2014), y la International Finance Corporation destaca su intención de mejorar la sociedad y el medioambiente, y de gestionar y medir los impactos sociales y medioambientales generados (Volk, 2019). Con relación al ecosistema de la inversión de impacto, de acuerdo con McCallum y Viviers (2020), este se compone de los propietarios de activos, los gestores de activos, los actores de la demanda y los proveedores de servicios. Dentro de este ecosistema, los generadores de impacto son las empresas con intención de resolver problemas sociales o medioambientales, que, en su etapa inicial, pueden conseguir el capital necesario a través de inversores de capital riesgo (Prohorovs et al., 2019). A diferencia del resto de fuentes de financiación, el capital riesgo tiende a centrarse en oportunidades con carácter innovador y componentes diferenciadores (Prohorovs et al., 2019), y la inversión de

¹ Se utilizará la expresión inglesa *due diligence*, en lugar de la equivalente española “debida diligencia”, por considerarse de mayor uso.

impacto, al introducir cambios en la metodología de financiación y objetivos en los modelos de negocio (Geobey et al., 2012), encaja perfectamente en esta condición innovadora requerida.

Por otra parte, la industria del capital riesgo se caracteriza por la presencia de información asimétrica entre los distintos agentes participantes, lo que se traduce en un aumento de costes en materia de investigación, análisis y tiempo (Nahata, 2019). Ello obliga al inversor de capital riesgo a recurrir a procedimientos de *due diligence*, para evaluar una serie de criterios (Camp, 2002) y riesgos relevantes (Brown et al., 2008) con relación a la compañía o activo objeto de su inversión. Estos criterios permiten reforzar la toma de decisiones con respecto a la inversión (Waleczek et al., 2018), pero el exceso de elementos adicionales a analizar puede desembocar en estudios de gran complejidad y cantidades excesivas de información, difíciles de manejar con eficiencia (Zacharakis y Shepherd, 2001). Por consiguiente, el enfoque de la *due diligence* variará en función del tipo de inversión a analizar y, en el contexto de las *startups* o compañías con baja capitalización, adquiere una mayor dificultad de aplicación por los elevados costes administrativos y la escasez de referencias contrastadas (Denis, 2004). Por esta razón, uno de los retos detectados en el ámbito de la inversión de impacto consiste, precisamente, en el establecimiento de procedimientos de *due diligence* (Ormiston et al., 2015) que, como en el caso del capital riesgo, establezca un marco de evaluación apropiado.

En el ámbito concreto del capital riesgo de impacto, la ausencia de literatura sobre criterios de impacto en el proceso de inversión (Yasar, 2021) obliga a revisar los criterios de inversión más repetidos en la literatura del capital riesgo tradicional, y a analizar, de forma independiente, la literatura relacionada con el impacto. Históricamente, se han observado numerosos y diversos criterios tradicionalmente considerados por el capital riesgo en su análisis de oportunidades (Zopeunidis, 1994), pero varios de ellos se han repetido en la literatura estudiada por su relevancia e incidencia. En este sentido, la revisión de la literatura lleva a destacar los siguientes elementos clave en la selección de los proyectos del capital riesgo tradicional: el modelo de negocio, el mercado, el equipo, las finanzas y la tesis de inversión propia del fondo. Para este estudio, se añade un elemento novedoso, el impacto.

MODELO DE NEGOCIO

El modelo de negocio comprende elementos como la creación de valor, el entorno, las capacidades internas, las estrategias competitivas, factores económicos o factores personales (Morris et al., 2005). Zott y Amit (2010) establecen el sentido del modelo de negocio desde una triple vertiente que relaciona la unión entre producto y mercado, la forma de desarrollar la actividad, y el valor generado para los grupos de interés. Trasladando esta idea a los criterios clave para seleccionar oportunidades de inversión, destacan la descripción de los recursos y su distribución (Upward and Jones, 2016), la presentación de la propuesta de valor y sus ventajas competitivas (Seddon et al., 2004), la capacidad de generar valor a través de las redes

(Zott and Amit, 2009), y la posibilidad de innovar desde la perspectiva del liderazgo, la tecnología, la organización o la estructura (Bashir and Verma, 2018).

MERCADO

Con relación al análisis del éxito y la estabilidad futura de la empresa que recibe la inversión (Shepherd et al., 2000), el acceso en forma de barreras y nivel de competencia (Tyejee and Bruno, 1984), y el tamaño del mercado y sus perspectivas de crecimiento (Muzyka et al., 1996) se han considerado como indicadores clave en la literatura sobre capital riesgo (Khanin et al., 2008). Además, Hirukawa y Ueda (2011) identifican que la existencia de innovación significativa puede asociarse con el crecimiento y la entrada de nuevas compañías, de modo que la llegada de una nueva tecnología al mercado puede aumentar la demanda de capital riesgo.

EQUIPO

Existe abundante literatura que sitúa al equipo y las habilidades de liderazgo como criterios clave para los inversores en compañías en etapas tempranas (Bernstein et al., 2017). Así, el capital humano es un elemento fundamental para determinar el éxito de una compañía (Unger et al., 2011), y para optimizar el capital (Zacharakis and Meyer, 2000). Entre las habilidades que componen el concepto polifacético del capital humano destacan la experiencia y la educación, como criterios explicativos del crecimiento de nuevos negocios de capital riesgo (Colombo and Grilli, 2005). En este sentido, Leece et al. (2012) destacan que emprendedores con experiencia previa poseen una mayor capacidad de negociación y de resolución de conflictos (Hsu, 2007), facilitan la captación de fondos y la creación de nuevas alianzas para la compañía, y generan una mayor confianza por su compromiso y conocimiento.

FINANZAS

El potencial financiero de una inversión es un criterio que tiene una importancia considerable para el capital riesgo (Sharma, 2015), ya que los flujos de caja intermitentes y volátiles limitan la competitividad y escalabilidad de un proyecto (Kaplan et al., 2009). También es determinante para la generación de valor, a través de la optimización de los costes y sus componentes (Köhn, 2018). Además, Köhn (2018) sostiene que la relevancia de la información financiera se incrementa a medida que las compañías entran en fases más maduras.

TESIS DE INVERSIÓN PROPIA DEL FONDO

La tesis de inversión hace referencia a las restricciones que marcan las líneas rojas que llevan a descartar una inversión (Muzyka et al., 1996). Desde el punto de vista del capital riesgo tradicional, estas limitaciones circunscriben las posibilidades de inversión en cuanto al tamaño, geografía o etapa de desarrollo de los proyectos, entre otros (Roundy et al., 2017). Desde el ángulo de la inversión de impacto, las ideologías y los valores

de las empresas juegan un papel vital en la evaluación de proyectos de inversión de los inversores de impacto (Islam, 2021).

IMPACTO

El objetivo primordial del capital riesgo es alcanzar el máximo retorno financiero en sus inversiones, ya que es su responsabilidad ante sus inversores, pero, además, el potencial de retorno social es específico de la inversión de impacto (Roundy et al., 2017). Los criterios generales para la identificación del impacto han comenzado a desarrollarse en los últimos años, y la ausencia de definiciones estructuradas y claridad en el ámbito de la inversión de impacto dificulta la incorporación de criterios comunes que incrementen la legitimidad del ecosistema (Findlay and Moran, 2018). En consecuencia, no existe literatura específica con respecto a los criterios de impacto aplicados por el capital riesgo.

Por consiguiente, la categorización de criterios para la inversión de capital riesgo tradicional es variable y se adapta al contexto aplicado, a pesar de la repetición de criterios clave en la literatura existente (Guild and Bachher, 1996; Muzyka et al., 1996; Prinz, 2013; Köhn, 2018).

3. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

3.1. METODOLOGÍA

A través de un diseño de investigación exploratoria con entrevistas semiestructuradas en profundidad, se ha recogido la información relativa a los criterios que los FCRI españoles consideran más importantes para invertir en un proyecto. Para ello se ha elaborado un listado de criterios a puntuar, que se ha extraído de la literatura, en su mayoría, pero que se ha enriquecido a partir de las recomendaciones de los expertos en inversión entrevistados.

Con relación a la elaboración del listado de criterios a puntuar, el primer paso para la selección de los criterios fue la revisión de la literatura, que condujo a la selección de tres trabajos (Guild y Bachher, 1996; Muzyka et al., 1996; y Prinz, 2013) que ofrecen un ranking de los criterios que los inversores buscan en las *startups*. Sus autores sostienen que los fondos de capital riesgo han identificado las distintas características de una propuesta de inversión, y han categorizado sus valoraciones en distintos grupos de relevancia, analizando criterios de distintos campos. El ámbito geográfico de estos estudios es diverso, pues los trabajos de Guild y Bachter, y de Prinz se centran en Norteamérica, mientras que el de Muzyka et al. lo hace en Europa. Por otra parte, en el estudio de Guild y Bachher sólo se dispone del ranking por categorías, mientras que en los de Muzyka et al. y Prinz se dispone del ranking de todos los criterios por separado, lo que ofrece una mayor profundidad de la información y permite un mejor entendimiento.

En el presente estudio se conviene en denominar Estudio 1 al realizado por Muzyka et al. (1996), que se centra en completar la poca información existente sobre los criterios de decisión de los fondos de capital riesgo en Europa. Para ello proponen 35 distintos criterios, que se obtuvieron de la

literatura y de expertos en el campo de la inversión, realizando un análisis de clústeres que generó 7 categorías de criterios.

Se designa Estudio 2 al realizado por Prinz (2013), que estudia las *startups* en etapas muy iniciales y que, por consiguiente, no poseen el histórico de información financiera o flujos de caja que son claves en la valoración actual de compañías. Este autor ofrece una categorización con 4 grandes bloques y un total de 39 criterios.

Por último, se denomina Estudio 3 al publicado por Guild y Bachher (1996), que analiza las compañías tecnológicas en etapas tempranas de madurez, ubicadas en Norteamérica. En este caso se muestra un listado de 56 criterios agrupados en 5 categorías, que fue desarrollado a partir de preguntas a agentes tanto de capital riesgo privado y público como *business angels*.

Como se observa, ninguno de los tres estudios tiene una categoría de impacto. Una revisión más profunda reveló que el impacto tampoco está presente en ninguno de los 130 criterios del total de los tres estudios. Por consiguiente, ante la falta de literatura específica con respecto a los criterios aplicados por los FCRI, se eligieron cuatro criterios para la encuesta que forma parte de este estudio a partir de la consulta a expertos en impacto, que después se validaron a través de las entrevistas a los FCRI. Además, tras la revisión de la literatura sobre los criterios más relevantes a considerar en la inversión de los fondos de capital riesgo tradicionales, se considera necesario su adaptación al contexto de esta investigación, ante las posibles variaciones en referencia a perfiles de riesgo y elementos geográficos.

El segundo paso fue la elaboración de tres tablas comparativas de los Estudios 1, 2 y 3 (tablas 1, 2 y 3) para detectar los criterios coincidentes: 1) en la tabla 1 se compararon las distintas categorías de los tres estudios según su relevancia para el capital riesgo, resultando que los criterios del Equipo se situaban en los primeros puestos de los tres estudios, mientras que el resto de los criterios se distribuían de forma heterogénea; 2) en la tabla 2 se compararon los 10 criterios más relevantes para los dos estudios con ranking por criterios (Estudios 1 y 2), observándose que los criterios relacionados con el Equipo y la competencia directiva del mismo eran los más relevantes (con 7 y 4 criterios de 10 en el Estudio 1 y Estudio 2, respectivamente); 3) en la tabla 3 se compararon los 5 criterios menos relevantes para estos dos mismos estudios con ranking por criterios (Estudios 1 y 2), apareciendo que los criterios que menos puntuaban en los Estudios 1 y 2 no seguían ningún patrón apreciable.

A partir de esta comparación, se creó un listado con 33 criterios organizados en 5 categorías procedentes de la literatura analizada²; a estas categorías, se añadió una sexta, Impacto, con 4 criterios, obteniéndose un total de 37 criterios.

2 Se han respetado los nombres de las categorías utilizados en los Estudios 1, 2 y 3 para poder hacer una correspondencia con estas investigaciones anteriores.

Tabla 1: Comparativa Estudios 1, 2 y 3. Ranking por categorías

Posición	Estudio 1	Estudio 2	Estudio 3
1	Criterios del equipo directivo	Equipo	Características del emprendedor
2	Criterios de competencia directiva	Tecnología	Características del mercado
3	Criterios financieros	Dinámica del mercado	Características de la oferta de emprendimiento
4	Criterios estratégicos-competitivos	Flujo de fondos	Requisitos del inversor
5	Criterios del fondo		Características de la propuesta de inversión.
6	Criterios producto-mercado		
7	Criterios del acuerdo		

Fuente: elaboración propia a partir de los Estudios 1, 2 y 3.

Tabla 2: Comparativa Estudios 1 y 2. 10 primeros criterios

Posición	Estudio 1		Estudio 2	
	Criterio	Categoría	Criterio	Categoría
1	Potencial de liderazgo del emprendedor líder	Criterios del equipo directivo	Ajuste producto/mercado	Tecnología
2	Potencial de liderazgo del equipo directivo.	Criterios del equipo directivo	Personalidad y valores de los fundadores	Equipo
3	Reconocida experiencia en la industria en equipo	Criterios del equipo directivo	Experiencia pasada de los fundadores en <i>startups</i>	Equipo
4	Trayectoria del empresario principal	Criterios del equipo directivo	Experiencia profesional pasada de los fundadores	Equipo
5	Trayectoria del equipo directivo	Criterios del equipo directivo	Estrategia de llegar al mercado	Tecnología
6	Posición competitiva de participación sostenida	Criterios estratégicos-competitivos	Momento en el que está el mercado	Dinámica de mercado
7	Capacidades de marketing/ventas del equipo	Criterios de competencia directiva	Primer cliente existente	Tecnología
8	Capacidades organizativas/administrativas del equipo	Criterios de competencia directiva	Tamaño de mercado	Dinámica de mercado
9	Capacidad de cobrar	Criterios financieros	Coinversores alineados con intereses	Equipo
10	Grado de comprensión producto-mercado	Criterios producto-mercado	Facilidad de uso	Tecnología

Fuente: elaboración propia a partir de los Estudios 1, 2 y 3.

Tabla 3: Comparativa Estudios 1 y 2. 5 últimos criterios

Estudio 1			Estudio 2		
Posición	Criterio	Categoría	Posición	Criterio	Categoría
35	Ubicación del negocio en relación con el fondo	Criterios del fondo	39	Al menos una mujer cofundadora	Equipo
34	Escala y posibilidad de rondas de financiación posteriores	Criterios del acuerdo	38	Distribución equitativa de acciones de los cofundadores	Equipo
33	Estacionalidad del producto-mercado	Criterios Producto-Mercado	37	Relaciones sociales previas (no profesionales) de los cofundadores	Equipo
32	Número y naturaleza de los co-inversionistas en el acuerdo	Criterios del acuerdo	36	Alto optimismo de los fundadores	Equipo
31	Capacidad para syndicar con otros inversores	Criterios del acuerdo	35	Heterogeneidad social de los cofundadores	Equipo

Fuente: elaboración propia a partir de los Estudios 1, 2 y 3.

Con relación a la recogida de información, se elaboró un cuestionario con estos 37 criterios para que cada FCRI los puntuara en una escala del 1 al 10, siendo 1 el menos relevante y 10 el más relevante. Una vez obtenidas las respuestas, se procedía a realizar la entrevista semiestructurada en profundidad, con el objetivo de ahondar en las respuestas y, así, conocer información que proporcionara contexto a las respuestas del FCRI. No obstante, no se siguió el mismo procedimiento con los 12 FCRI componentes de la muestra; primeramente, se realizó el proceso sólo para 4 FCRI elegidos, con el fin de validar el listado de criterios, y después se hizo el proceso para los restantes 8 FCRI³. Gracias a la retroalimentación recibida de los primeros 4 entrevistados, con perfiles expertos de capital riesgo muy diversos dentro de la industria de la inversión de impacto, se añadió el criterio 'Fundadores han financiado el proyecto con su propio dinero', completándose el número de criterios hasta 38, y se eliminaron preguntas redundantes en materia de tendencias de la entrevista.

A partir de las puntuaciones obtenidas, se realizó un análisis descriptivo de los resultados, así como un ranking tanto por criterios como por categorías.

3.2. CRITERIOS DE INCLUSIÓN Y SELECCIÓN DE LA MUESTRA

Para la fase de identificación de los FCRI españoles que invirtieran en España, se utilizó, por una parte, la base de datos de la Asociación Española

³ Para asegurar una mayor objetividad en la obtención de las respuestas, el orden de los criterios en la encuesta se variaba de forma aleatoria antes de cada envío (incluidos los 4 primeros), de manera que se evitaran posibles sesgos en las puntuaciones. Además, para puntuar el criterio añadido tras las primeras 4 entrevistas en los cuestionarios de dichos 4 FCRI, se decidió utilizar el valor medio del criterio obtenido en las restantes.

de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI), que incluye 145 representantes, y, por otra parte, la información brindada por los participantes en el estudio de la inversión de impacto en España desde la perspectiva de la oferta de capital, publicado por Casanovas et al. (2021).

No obstante, fue necesario realizar un cribado previo para asegurar que los fondos de capital riesgo eran, efectivamente, de impacto, lo que se realizó analizando el propósito y la tesis de inversión de dichos fondos de manera individual. Además, al centrarse el estudio en el capital riesgo de impacto que invierte en España, se aplicó un nuevo filtro que tuviera esta circunstancia en cuenta. Se eligió este filtro para este estudio con el fin de que las empresas sociales o medioambientales españolas que optan a los fondos de estos FCRI puedan mejorar sus posibilidades de resultar elegidas como proyectos a financiar, si siguen los criterios resultantes de este estudio.

Del total de fondos de capital riesgo analizados, se seleccionó una muestra objetivo de 25 FCRI que cumplía con las características indicadas. Finalmente, de los 25 FCRI se obtuvieron respuestas de 12 fondos (48% del universo total), que conforman la muestra estudiada, y que se estudiaron de forma anónima para no condicionar la investigación.

4. EVALUACIÓN DE RESULTADOS

4.1. RESULTADOS

Tras realizar los estadísticos por criterio (tabla 4), relativos a la puntuación media obtenida en cada criterio, la moda, la puntuación máxima y mínima, y el rango, se obtienen resultados interesantes en cuanto a la importancia relativa de cada criterio.

Los criterios que han obtenido mejor puntuación media han sido los de 'Problema real a resolver' (9,25), 'Potencial de cambio debido al impacto' (9,17) y 'Potencial de liderazgo del equipo directivo' (9,08). Cabe destacar que, de estos tres criterios, los dos primeros pertenecen a la categoría Impacto y el tercero a la categoría Equipo. Los criterios con menor media son los de 'Número y naturaleza de los co-inversores' (5,5) y 'Ciclo económico general' (6); el primero es de la categoría Criterios del propio fondo y el segundo de Criterios de producto-mercado. Estas medias por encima de 5 confirman que todos los criterios elegidos para el estudio son, al menos, algo relevantes para los FCRI.

La variación en las puntuaciones máximas ha sido de sólo 1 punto (de 10 a 9), sin embargo, en las puntuaciones más bajas ha sido mucho mayor, de hasta 7 puntos (de 8 a 1). De nuevo, los criterios con las puntuaciones mínimas más altas han sido 'Problema real a resolver' (8) y 'Potencial de cambio debido al Impacto' (7), muy por encima de las demás, lo que indica que para todos los FCRI consultados estos dos criterios son especialmente relevantes. Por el contrario, los criterios con menor puntuación (1 punto) han sido 'Estacionalidad de producto/mercado', 'Singularidad del producto y la tecnología', 'Primer cliente existente', 'Prototipo existente', y 'Número y naturaleza de los co-inversores'.

Tabla 4. Medidas estadísticas por criterio

	Media	Moda	Máximo	Mínimo	Rango
Criterios Producto-Mercado					
Tamaño de mercado ya conseguido	6,75	9	10	3	7
Tamaño de mercado global	7,25	7	10	5	5
Estacionalidad del producto/mercado	5,58	5	9	1	8
Ciclo económico general	6,00	5	9	3	6
Crecimiento y atractivo del mercado	8,17	9	10	5	5
Singularidad del producto y la tecnología	7,50	9	10	1	9
Grado de comprensión producto-mercado	7,42	9	10	3	7
Impacto					
Potencial de cambio debido al impacto	9,17	10	10	7	3
Problema real a resolver	9,25	9	10	8	2
Objetivos claros de impacto	8,67	9	10	5	5
Medición actual	7,08	7	9	3	6
Modelo de negocio					
Modelo de monetización correcta	7,00	7	10	3	7
Estrategia Go-To-market	8,08	9	10	5	5
Capacidad para crear barreras de entrada	6,75	9	9	3	6
Naturaleza y relevancia de los competidores	7,58	9	9	5	4
Fortaleza de proveedores y distribuidores	6,58	5	9	3	6
Ajuste producto/mercado	8,25	7	10	5	5
Primer cliente existente	7,17	9	10	1	9
Prototipo existente	7,42	9	10	1	9
Tecnología disruptiva	7,50	8	10	5	5
Etapas de inversión (seed, growth...)	7,67	9	10	3	7
Criterios del propio fondo					
Número y naturaleza de los co-inversores	5,50	5	9	1	8
El proyecto cumple con las restricciones del fondo	8,42	9	10	5	5
Ajuste de negocio y producto con la cartera del fondo	7,08	9	9	3	6
Capacidad de influencia futura en proyecto	7,75	10	10	3	7
Ubicación del negocio en relación con el fondo	6,67	3	10	3	7
Criterios financieros					
Proyecciones financieras realistas	7,25	10	10	3	7
Tiempo hasta break-even	7,00	5	10	3	7
Necesidades futuras de financiación	8,08	9	10	5	5
Potencial de cash-out	7,83	9	10	3	7
Activos existentes	6,33	5	9	3	6
Equipo					
Potencial de liderazgo del equipo directivo	9,08	9	10	5	5
Experiencia profesional de los fundadores	8,92	10	10	5	5

	Media	Moda	Máximo	Mínimo	Rango
Trayectoria empresarial del equipo directivo	8,50	10	10	5	5
Capacidades de marketing/ ventas	8,00	7	10	5	5
Capacidades organizativas/ administrativas/ de proceso	6,83	9	10	3	7
Capacidades financieras/ contables	6,58	5	10	3	7
Fundadores han financiado el proyecto con su propio dinero	7,08	7	9	3	6

Fuente: elaboración propia a partir de encuesta realizada a VC.

La media de los rangos está en 6,07 puntos, por lo que se puede ver que hay una diferencia importante entre los FCRI cuando califican los distintos criterios. Resulta interesante que los dos criterios con mayor media sean los que tengan los rangos más pequeños (2 y 3), y que los tres rangos mayores estén ligados a los criterios de menor puntuación mínima de 'Singularidad del producto y la tecnología', 'Primer cliente existente' y 'Prototipo existente'.

Además, hay que destacar los criterios que han tenido una moda de 10, pues indica que éstos son muy valorados por los inversores y que podrían quedar diluidos si sólo se observa la media. Estos criterios son: 'Potencial de cambio debido al impacto', 'Ajuste de negocio y producto con la cartera del fondo', 'Proyecciones financieras realistas', 'Experiencia profesional de los fundadores' y 'Trayectoria empresarial del equipo directivo'.

Si se estudian las puntuaciones medias para cada FCRI y cada categoría (tabla 5), y se calcula el promedio de dichas medias para cada categoría con el fin de aislar los resultados de los FCRI y tratar los datos en su conjunto, se observan casos puntuales en los que existen diferencias importantes entre las medias de las puntuaciones de los distintos FCRI dentro de una misma categoría. La máxima diferencia se da en Equipo y es de 4,29 puntos, mientras que la categoría Impacto se coloca por encima del resto en términos de promedio, teniendo la mayor puntuación mínima de las medias (7), lo que indica que, realmente, estos fondos ponen su foco en el impacto. Por último, en todas las categorías ha habido al menos un 10 en algún criterio y se han recibido puntuaciones bajas en, al menos, un criterio de la categoría. Esto lleva a que el rango sea 7 o superior, indicando que para cada categoría existe una disparidad significativa de puntuaciones para los criterios.

Por otra parte, si se observa el número de puntuación máxima (10) en cada categoría, se puede evaluar la importancia relativa de cada criterio (tabla 6), y esto aporta una medida interesante al destacar la relevancia del criterio para cada FCRI, sin verse afectada por las puntuaciones más bajas de la misma categoría. Es decir, el número de criterios por categoría es distinto y va desde los 4 de Impacto a los 10 de Modelo de negocio, por lo que esta última categoría, al menos teóricamente, tendría mayor probabilidad de obtener un número mayor de puntuaciones máximas (10). Para evitar esto, se propone presentar los datos en términos relativos (número de puntuaciones máximas entre número de criterios en cada categoría). Así,

Tabla 5. Medias por FCRI y por categoría. Puntuaciones máximas y mínimas

	Criterios Producto- Mercado	Impacto	Modelo de negocio	Criterios del propio fondo	Criterios financieros	Equipo
FCRI1	7,14	7,00	7,40	4,60	7,20	7,14
FCRI2	7,29	8,75	8,80	9,40	8,20	8,29
FCRI3	5,00	7,25	5,00	5,40	7,20	9,14
FCRI4	5,57	8,50	4,80	8,20	5,00	5,00
FCRI5	5,86	8,75	8,40	8,20	5,80	6,43
FCRI6	6,86	9,00	7,50	7,40	6,60	7,43
FCRI7	8,29	8,75	9,20	7,80	8,80	9,00
FCRI8	7,57	8,50	7,60	8,40	8,40	7,57
FCRI9	8,86	9,25	7,20	8,00	7,60	8,00
FCRI10	5,71	8,50	5,80	8,20	6,60	7,71
FCRI11	7,00	8,75	7,80	4,00	7,60	9,29
FCRI12	8,29	9,50	9,30	5,40	8,60	9,29
Promedio	6,95	8,54	7,40	7,08	7,30	7,86
Máx (medias)	8,86	9,50	9,30	9,40	8,80	9,29
Min (medias)	5	7	4,8	4	5	5
Máx (absoluto)	10	10	10	10	10	10
Min (absoluto)	1	3	1	1	3	3
Rango	9	7	9	9	7	7

Fuente: elaboración propia a partir de encuesta realizada a FCRI.

los criterios de Equipo e Impacto reciben el mayor número relativo de puntuaciones máximas (10), al contrario que Criterios producto-mercado, observándose una diferencia reseñable entre los ratios para Equipo (2,86) y Criterios producto-mercado (1,00).

Por último, si se suman los 4 criterios⁴ que más puntúan en cada categoría para cada FCRI con el fin de igualar las puntuaciones por arriba, se elimina el factor “mayor número de criterios en una misma categoría” (tabla 7). De este modo se puede observar la diferencia en el modo de puntuar los criterios por parte de los diversos FCRI por categorías, en lo que respecta a la suma de las 4 puntuaciones más altas de cada categoría para cada fondo. Se percibe, así, que existen diferencias (rango) de hasta 19 puntos en Criterios del Propio Fondo, siendo Impacto la categoría con menor rango (10 puntos).

4.2. RANKING DE CRITERIOS DE SELECCIÓN DE PROYECTOS

Tras analizar todos los resultados de la encuesta se establecen dos rankings distintos basados en las puntuaciones medias de los FCRI. El primero ordena los criterios a nivel individual y el segundo ordena las categorías.

4 Se toma la cantidad de 4 porque es el número inferior de criterios en una categoría, la de Impacto.

Tabla 6. Número de puntuaciones máximas (10) por categoría por FCRI y categoría

	Criterios Producto-Mercado	Impacto	Modelo de negocio	Criterios del propio fondo	Criterios financieros	Equipo
FCRI1	1	0	1	0	0	1
FCRI2	1	1	3	2	0	2
FCRI3	0	1	0	1	1	3
FCRI4	0	0	0	0	0	0
FCRI5	0	0	0	0	0	0
FCRI6	1	0	2	2	2	2
FCRI7	1	3	3	2	2	1
FCRI8	0	0	0	1	0	0
FCRI9	1	2	2	1	1	3
FCRI10	0	1	0	1	0	1
FCRI11	1	1	0	0	1	3
FCRI12	1	2	3	0	2	4
Número de puntuaciones máximas (10)	7	11	14	10	9	20
Número de criterios por categoría	7	4	10	5	5	7
Ratio	1,00	2,75	1,40	2,00	1,80	2,86

Fuente: elaboración propia a partir de encuesta realizada a FCRI.

Tabla 7. Suma de las 4 puntuaciones más altas por FCRI y por categoría

	Criterios Producto-Mercado	Impacto	Modelo de negocio	Criterios del propio fondo	Criterios financieros	Equipo
FCRI1	35	28	36	20	31	33
FCRI2	36	35	39	38	34	38
FCRI3	28	29	26	26	31	39
FCRI4	26	34	22	33	22	22
FCRI5	30	35	36	36	26	32
FCRI6	33	36	38	34	30	35
FCRI7	37	35	39	38	36	37
FCRI8	34	34	35	37	35	34
FCRI9	37	37	38	35	33	39
FCRI10	29	34	32	36	28	35
FCRI11	36	35	35	19	33	39
FCRI12	37	38	39	22	38	40
Media	33,2	34,2	34,6	31,2	31,4	35,3
Máximo	37	38	39	38	38	40
Mínimo	26	28	22	19	22	22
Rango	11	10	17	19	16	18

Fuente: elaboración propia a partir de encuesta realizada a FCRI.

El ranking según criterios se ordena de mayor a menor relevancia. En la tabla 8 se muestra en la primera columna la posición por importancia del criterio; en la segunda, el criterio; en la tercera, la categoría a la que pertenece el criterio; y en la cuarta la puntuación media. Puede observarse que en las 6 primeras posiciones sólo se encuentran criterios de las categorías Equipo e Impacto, lo que es coherente con los resultados del análisis descriptivo del subapartado anterior.

Tabla 8. Ranking por criterios

Posición	Criterio	Categoría	Media
1	Problema real a resolver	Impacto	9,25
2	Potencial de cambio debido al impacto	Impacto	9,17
3	Potencial de liderazgo del equipo directivo	Equipo	9,08
4	Experiencia profesional de los fundadores	Equipo	8,92
5	Objetivos claros de impacto	Impacto	8,67
6	Trayectoria empresarial del equipo directivo	Equipo	8,50
7	El proyecto cumple con las restricciones del fondo	Criterios del propio fondo	8,42
8	Ajuste producto/mercado	Modelo de negocio	8,25
9	Crecimiento y atractivo del mercado	Criterios Producto-Mercado	8,17
10	Necesidades futuras de financiación	Criterios financieros	8,08
11	Estrategia Go-to-Market	Modelo de negocio	8,08
12	Capacidades de marketing/ ventas	Equipo	8,00
13	Potencial de cash-out	Criterios financieros	7,83
14	Capacidad de influencia futura en proyecto	Criterios del propio fondo	7,75
15	Etapas de inversión (seed, growth...)	Modelo de negocio	7,67
16	Naturaleza y relevancia de los competidores	Modelo de negocio	7,58
17	Tecnología disruptiva	Modelo de negocio	7,50
18	Singularidad del producto y la tecnología	Criterios Producto-Mercado	7,50
19	Prototipo existente	Modelo de negocio	7,42
20	Grado de comprensión producto-mercado	Criterios Producto-Mercado	7,42
21	Proyecciones financieras realistas	Criterios financieros	7,25
22	Tamaño de mercado global	Criterios Producto-Mercado	7,25
23	Primer cliente existente	Modelo de negocio	7,17
24	Fundadores han financiado el proyecto con su propio dinero	Equipo	7,13
25	Ajuste de negocio y producto con la cartera del fondo	Criterios del propio fondo	7,08
26	Medición actual	Impacto	7,08
27	Tiempo hasta break-even	Criterios financieros	7,00

Posición	Criterio	Categoría	Media
28	Modelo de monetización correcta	Modelo de negocio	7,00
29	Capacidades organizativas/ administrativas/ de proceso	Equipo	6,83
30	Capacidad para crear barreras de entrada	Modelo de negocio	6,75
31	Tamaño de mercado ya conseguido	Criterios Producto-Mercado	6,75
32	Ubicación del negocio en relación con el fondo	Criterios del propio fondo	6,67
33	Capacidades financieras/ contables	Equipo	6,58
34	Fortaleza de proveedores y distribuidores	Modelo de negocio	6,58
35	Activos existentes	Criterios financieros	6,33
36	Ciclo económico general	Criterios Producto-Mercado	6,00
37	Estacionalidad del producto/mercado	Criterios Producto-Mercado	5,58
38	Número y naturaleza de los co-inversores	Criterios del propio fondo	5,50

Fuente: elaboración propia a partir de encuesta realizada a FCRI.

El ranking por categorías (tabla 9) resulta de la comparación de las puntuaciones medias de todos los criterios que pertenecen a cada categoría. Los criterios que mayor puntuación media reciben, de nuevo, son los de las categorías Equipo e Impacto, con 8,54 y 7,86 puntos, respectivamente.

Tabla 9. Ranking por categorías

Posición	Categoría	Puntuación media
1	Impacto	8,54
2	Equipo	7,86
3	Modelo de negocio	7,40
4	Criterios financieros	7,30
5	Criterios del propio fondo	7,08
6	Criterios Producto-Mercado	6,95

Fuente: elaboración propia a partir de encuesta realizada a FCRI.

5. DISCUSIÓN DE RESULTADOS

Los resultados obtenidos muestran que, tanto por criterios individualizados como por categorías, los criterios relativos a Impacto y Equipo, por este orden, son considerados los más relevantes por los FCRI en la selección de los proyectos en los que invierten.

Al valorar los criterios de manera individual, los resultados relativos a los criterios más relevantes son coherentes con los Estudios 1 y 2, que son los que ofrecen un ranking de los criterios de forma individualizada (tabla 2, Anexo 1). Así, los 5 criterios más importantes en el Estudio 1 se refieren todos a Equipo, mientras que, en el Estudio 2, hay 2 criterios que se refieren a Tecnología y 3 a Equipo, entre los 5 primeros. Es importante recordar que

ninguno de estos estudios incluye criterios relativos al impacto. Respecto a los criterios considerados como menos relevantes, los resultados obtenidos son coherentes con el Estudio 1, pues éste también muestra criterios relativos a Fondo y a Producto-Mercado, mientras que no lo son con el Estudio 2, que muestra criterios relativos todos ellos a Equipo.

Al considerar los criterios por categorías, los resultados siguen siendo coherentes con los Estudios 1, 2 y 3 en cuanto a la consideración de los criterios relativos a la categoría Equipo como los de mayor relevancia (tabla 1), teniendo en cuenta que estos Estudios no tenían en cuenta criterios relativos a la categoría Impacto.

Por consiguiente, el Estudio con el cual los resultados son más coherentes es el de Muzyka et al. (1996) (Estudio 1), considerado como un estudio relevante en la literatura, que, además, estudió los criterios de decisión de los fondos de capital riesgo también en Europa.

Al realizar esta comparativa con los Estudios 1, 2 y 3, que no valoran el impacto, también se considera significativo el hecho de que los resultados muestren los criterios de Impacto tan claramente considerados como los más relevantes. Esto pone de manifiesto que los FCRI se diferencian notablemente de los fondos de capital riesgo tradicionales por su misión dirigida hacia la generación de impacto social o medioambiental, lo cual también concuerda con la literatura específica de inversión de impacto (Roundy et al., 2017).

Por otra parte, el hecho de obtener una diferencia importante entre los FCRI en la calificación de los distintos criterios también es acorde a la literatura sobre la dificultad de incorporar criterios comunes en la inversión de impacto (Findlay and Moran, 2018). Así, el promedio de los rangos está en 6,07 puntos (tabla 1, Anexo 2), aunque también es cierto que los tres rangos mayores están ligados a los criterios de menor puntuación mínima. Además, cuando se suman las 4 puntuaciones más altas por FCRI y por categoría (tabla 4, Anexo 2), en la categoría Criterios del Propio Fondo existen diferencias (rango) de hasta 19 puntos, mientras que en la categoría Impacto el rango de variación en la puntuación ha sido de 10 puntos.

6. CONCLUSIONES

La literatura sobre inversión de impacto no ofrece aún información sobre los criterios que utilizan los FCRI cuando evalúan los proyectos objeto de su inversión. No obstante, sí existen tres trabajos académicos que elaboran un ranking de criterios de selección de proyectos para el capital riesgo tradicional. A partir de dichos rankings y de las entrevistas en profundidad realizadas a personas relevantes del capital riesgo de impacto, se ha elaborado un listado de 38 criterios que los 12 FCRI componentes de la muestra han puntuado. A partir de dichos resultados, se ha elaborado un ranking de criterios de selección de proyectos para los FCRI.

Los resultados permiten aceptar la hipótesis planteada, al concluir que existe un foco tanto en el Impacto como en el Equipo, pues son las categorías de criterios que más puntuación han conseguido; no obstante, la media de las puntuaciones más bajas indica que todos los criterios elegidos para

el estudio tienen relevancia para los FCRI entrevistados. En cuanto a los criterios considerados individualmente, los que ocupan las seis primeras posiciones del ranking corresponden, también, a Impacto y Equipo, siendo los tres más relevantes el 'Problema real a resolver', el 'Potencial de cambio debido al impacto' y el 'Potencial de liderazgo del equipo directivo'. Esta priorización de criterios y categorías por parte de los FCRI se alinea con las preferencias observadas en la literatura por parte del capital riesgo tradicional.

Por otra parte, se deduce del estudio que la evolución del capital riesgo hacia el impacto lleva a la priorización de los criterios de impacto cuando establecen sus puntuaciones, mientras que la todavía incipiente inversión de impacto en España explica la relevancia para los FCRI de criterios relacionados con el liderazgo y la experiencia de fundadores, o el equipo de gestión.

Por último, se concluye que existe una notable dispersión y variabilidad de puntuaciones entre los FCRI para un mismo criterio, lo que refleja la falta de consenso en cuanto a la selección de criterios en el ecosistema. Esta dispersión puede explicarse por la etapa inicial del ecosistema en España y las características heredadas del capital riesgo tradicional.

La principal limitación de este estudio ha sido el número de FCRI entrevistados. En primer lugar, porque solamente se detectaron 25 FCRI españoles que invirtieran en España, y, en segundo lugar, porque más de la mitad no respondieron positivamente a la invitación de participar en el estudio. Se invita a los investigadores a ahondar en el estudio de los criterios de selección en dos sentidos. En primer lugar, en cuanto a los criterios que los fondos de inversión de impacto utilizan para evaluar a las empresas en las que invierten, pues la etapa de vida de dichas empresas es de mayor madurez que la de los FCRI; y, en segundo lugar, en cuanto los criterios que las propias empresas sociales o medioambientales usan para evaluar al financiador (FCRI, fondo de inversión de impacto, etc.) que invertirá en su proyecto.

7. BIBLIOGRAFÍA

- Bashir, M., & Verma, R. (2018). Internal factors & consequences of business model innovation. *Management Decision*. <https://doi.org/10.1108/MD-11-2016-0784>
- Bernstein, S., Korteweg, A., & Laws, K. (2017). Attracting early stage investors: Evidence from a randomized field experiment. *The Journal of Finance*, 72(2), 509-538. <https://doi.org/10.1111/jofi.12470>
- Brown, S. J., Fraser, T. L., & Liang, B. (2008). Hedge fund due diligence: A source of alpha in a hedge fund portfolio strategy. Finance Working Papers. Stern School of Business. Accessed 12 July 2022, Available at: <http://hdl.handle.net/2451/27401>

- Bugg-Levine, A., & Emerson, J. (2011). Impact Investing: Transforming How We Make Money While Making a Difference. *Innovations Technology Governance Globalization* 6(3):9-18. doi:10.1162/INOV_a_00077
- Bugg-Levine, A., & Goldstein, J. (2009). Impact investing: Harnessing capital markets to solve problems at scale. *Community Development Investment Review*, 5(2), 30-41. Accessed 11 July 2022, Available at: <https://community-wealth.org/content/impact-investing-harnessing-capital-markets-solve-problems-scale>
- Camp, J. J. (2002). Venture capital due diligence: A guide to making smart investment choices and increasing your portfolio returns (Vol. 102). *John Wiley & Sons*.
- Casasnovas, G., Jenkins, S., Osoro, C., & Hehenberger, E. (2021). La inversión de impacto en España en 2021. SpainNAB and ESADE. Accessed 11 July 2022, Available at: https://spainnab.org/images/pdfs_conocimiento/La-inversion-de-impacto-en-Espana-en-2021.pdf
- Colombo, M. G., & Grilli, L. (2005). Founders' human capital and the growth of new technology-based firms: A competence-based view. *Research policy*, 34(6), 795-816. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2005.03.010>
- Denis, D. J. (2004). Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. *Journal of corporate finance*, 10(2), 301-326. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00059-2](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00059-2)
- Findlay, S., & Moran, M. (2018). Purpose-washing of impact investing funds: motivations, occurrence and prevention. *Social Responsibility Journal*, 15(7), 853-873. <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0260>
- Geobey, S., Westley, F. R., & Weber, O. (2012). Enabling social innovation through developmental social finance. *Journal of Social Entrepreneurship*, 3(2), 151-165. <https://doi.org/10.1080/19420676.2012.726006>
- Ghuri, P. (2004). Designing and conducting case studies in international business research. *Handbook of qualitative research methods for international business*, 1(1), 109-124. doi:10.4337/9781781954331.00019
- Glänzel, G., & Scheuerle, T. (2016). Social impact investing in Germany: Current impediments from investors' and social entrepreneurs' perspectives. *VOLUNTAS: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations*, 27(4), 1638-1668. <https://doi.org/10.1007/s11266-015-9621-z>
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of economic perspectives*, 15(2), 145-168. Accessed 12 July 2022, Available at: <https://www.jstor.org/stable/2696596>
- Guild, P. D., & Bachher, J. S. (1996). Equity investment decisions for technology based ventures. *International Journal of Technology Management*, 12(7-8), 787-795. doi:10.1504/IJTM.1996.025516

- Hand, D., Dithrich, H., Sunderji, S., & Nova, N. (2020). Annual Impact Investor Survey. Global Impact Investing Network, GIIN. Accessed 12 July 2022, Available at: <https://thegiin.org/research/publication/impinv-survey-2020>
- Haro-de-Rosario, A., Caba-Pérez, M. D. C., & Cazorla-Papis, L. (2016). The impact of venture capital on investee companies: evidence from Spain. *Review of Managerial Science*, 10(3), 577-600. <https://doi.org/10.1007/s11846-015-0169-5>
- Hirukawa, M., & Ueda, M. (2011). Venture capital and innovation: which is first? *Pacific Economic Review*, 16(4), 421-465. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0106.2011.00557.x>
- Holtslag, M., Chevrollier, N., & Nijhof, A. (2021). Impact investing and sustainable market transformations: The role of venture capital funds. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 30(4), 522-537. <https://doi.org/10.1111/beer.12371>
- Hsu, D. H. (2007). Experienced entrepreneurial founders, organizational capital, and venture capital funding. *Research policy*, 36(5), 722-741. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2007.02.022>
- Islam, S. M. (2022). Impact investing in social sector organisations: A systematic review and research agenda. *Accounting & Finance*, 62(1), 709-737 (1). <https://doi.org/10.1111/acfi.12804>
- Kaplan, S. N., Sensoy, B. A., & Strömberg, P. (2009). Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies. *The Journal of Finance*, 64(1), 75-115. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01429.x>
- Khanin, D., Baum, J. R., Mahto, R. V., & Heller, C. (2008). Venture capitalists' investment criteria: 40 years of research. *Small Business Institute Research Review*, 35. Accessed 12 July 2022, Available at: <https://smallbusinessinstitute.org/Resources/Documents/Proceedings/2008%20Proceedings.pdf#page=196>
- Köhn, A. (2018). The determinants of startup valuation in the venture capital context: a systematic review and avenues for future research. *Management Review Quarterly*, 68(1), 3-36. <https://doi.org/10.1007/s11301-017-0131-5>
- Leece, D., Berry, T., Miao, J., & Sweeting, R. (2012). The post-investment relationship between a venture capitalist and its investee companies. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*. <https://doi.org/10.1108/13552551211253946>
- McCallum, S., & Viviers, S. (2020). Exploring key barriers and opportunities in impact investing in an emerging market setting. *South African Journal of Business Management*, 51(1), 1-11. <https://doi.org/10.4102/sajbm.v51i1.1601>

- Metrick, A., & Yasuda, A. (2021). *Venture capital and the finance of innovation*. John Wiley & Sons.
- Morris, M., Schindehutte, M., & Allen, J. (2005). The entrepreneur's business model: toward a unified perspective. *Journal of business research*, 58(6), 726-735. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2003.11.001>
- Muzyka, D., Birley, S., & Leleux, B. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of business venturing*, 11(4), 273-287. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(95\)00126-3](https://doi.org/10.1016/0883-9026(95)00126-3)
- Nahata, R. (2019). Success is good but failure is not so bad either: Serial entrepreneurs and venture capital contracting. *Journal of Corporate Finance*, 58, 624-649. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.006>
- Ormiston, J., Charlton, K., Donald, M. S., & Seymour, R. G. (2015). Overcoming the challenges of impact investing: Insights from leading investors. *Journal of Social Entrepreneurship*, 6(3), 352-378. <https://doi.org/10.1080/19420676.2015.1049285>
- Peña, I., & Muñeco, P. (2018). Evolución del capital riesgo en la economía española. *Cuadernos de Información económica*, 264, 37-43. Accessed 12 July 2022, Available at: https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/264art05.pdf
- Prinz, K. (2013). Determinants of Valuation of Early-Stage High-Growth Start-Ups. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2398567>
- Prohorovs, A., Bistrova, J., & Ten, D. (2019). Startup Success Factors in the Capital Attraction Stage: Founders' Perspective. *Journal of east-west business*, 25(1), 26-51. <https://doi.org/10.1080/10669868.2018.1503211>
- Roundy, P., Holzhauer, H., & Dai, Y. (2017). Finance or philanthropy? Exploring the motivations and criteria of impact investors. *Social Responsibility Journal*. <https://doi.org/10.1108/SRJ-08-2016-0135>
- Seddon, P. B., Lewis, G. P., Freeman, P., & Shanks, G. (2004). The case for viewing business models as abstractions of strategy. *Communications of the association for Information Systems*, 13(1), 25. <https://doi.org/10.17705/1CAIS.01325>
- Sharma, A. K. (2015). Venture capitalists' investment decision criteria for new ventures: a review. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 189, 465-470. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.03.195>
- Shepherd, D. A., Douglas, E. J., & Shanley, M. (2000). New venture survival: Ignorance, external shocks, and risk reduction strategies. *Journal of business venturing*, 15(5-6), 393-410. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(98\)00032-9](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(98)00032-9)
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management science*, 30(9), 1051-1066. Accessed 12 July 2022, Available at: <https://www.jstor.org/stable/2631723>

- Unger, J. M., Rauch, A., Frese, M., & Rosenbusch, N. (2011). Human capital and entrepreneurial success: A meta-analytical review. *Journal of business venturing*, 26(3), 341-358. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2009.09.004>
- Upward, A., & Jones, P. (2016). An ontology for strongly sustainable business models: Defining an enterprise framework compatible with natural and social science. *Organization & Environment*, 29(1), 97-123. <https://doi.org/10.1177/1086026615592933>
- Volk, A. (2019). Creating impact: the promise of impact investing. IFC, World Bank Group. doi:10.13140/RG.2.2.21054.02886
- Volk, A. (2021). Investing for Impact: The Global Impact Investing Market 2020. IFC, World Bank. Accessed 11 July 2022, Available at: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/36263>
- Waleczek, P., Zehren, T., & Flatten, T. C. (2018). Start-up financing: How founders finance their ventures' early stage. *Managerial and Decision Economics*, 39(5), 535-549. <https://doi.org/10.1002/mde.2925>
- Wilson, K. E. (2014). New Investment Approaches for Addressing Social and Economic Challenges, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 15. <https://doi.org/10.1787/5jz2bz8g00jj-en>
- Zacharakis, A. L., & Meyer, G. D. (2000). The potential of actuarial decision models: can they improve the venture capital investment decision? *Journal of Business venturing*, 15(4), 323-346. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(98\)00016-0](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(98)00016-0)
- Zacharakis, A. L., & Shepherd, D. A. (2001). The nature of information and overconfidence on venture capitalists' decision making. *Journal of business venturing*, 16(4), 311-332. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(99\)00052-X](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(99)00052-X)
- Zahra, S. A. (2021). International entrepreneurship in the post Covid world. *Journal of World Business*, 56(1), 101143. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2020.101143>
- Zopounidis, C. (1994). Venture capital modeling: Evaluation criteria for the appraisal of investments. *The Financier ACMT*, 1(2), 54-64. <https://doi.org/10.1177/0266242697161003>
- Zott, C., & Amit, R. (2010). Business model design: An activity system perspective. *Long range planning*, 43(2-3), 216-226. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2009.07.004>
- Zott, C., & Amit, R. (2011). The business model as the engine of network-based strategies, in Paul R. Kleindorfer and Yoram Wind (eds), *Network-based Strategies and Competencies*, Wharton School Publishing, Upper Saddle River, NJ.

APORTACIÓN DE LOS AUTORES

Aportación de Óscar Longares e Ignacio Perea: a) Estudio bibliográfico; b) Investigación (entrevistas y encuestas); c) Análisis estadístico de los datos; d) Redacción. Aportación de Icíar Jiménez: a) Adaptación al formato científico; b) Aportación de rigor a la redacción; c) Mejora de fuentes utilizadas y reforzamiento de marco teórico; d) Discusión de resultados; e) Mejora de conclusiones.

FINANCIACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN

La presente investigación se ha llevado a cabo en el marco de la Cátedra UAM-Open Value Foundation en Inversión de Impacto.