

 **UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA**
Trabajo final - MBA

Estructuras e Instrumentos Financieros para el Desarrollo de Negocios Inclusivos

Sabrina Rey

Tutor: Pels, Jacqueline
Co-tutor: Aldunate, Diego

Junio de 2012
Ciudad Autónoma de Buenos Aires



Resumen

El surgimiento de los negocios inclusivos como elemento de integración del ámbito financiero y social, plantea nuevos desafíos y oportunidades que requieren introducir cambios a los instrumentos financieros tradicionales para canalizar inversiones en proyectos con alto impacto social/ambiental y permitir desarrollar ecosistemas financieros. Así se plantean casos donde los rendimientos ofrecidos al inversor se definen en función del objetivo social alcanzado, se combinan tramos de financiación con paquetes de donación sujetos a ventajas fiscales, y se promueve la participación del Estado (en sus diferentes niveles) en términos similares a la intervención de actores privados. La mayor parte de estas iniciativas se han desarrollado en mercados como US y Reino Unido, donde se combinan el grado de desarrollo de los mercados de capitales que generan liquidez y alternativas de financiación, un marco institucional sólido con políticas claras que permita alinear a los actores sociales, un *track record* de casos de negocios exitosos financiados con estos nuevos instrumentos y difusión y estudio de los negocios inclusivos por parte de la sociedad civil, actores privados y estatales. Los mercados emergentes presentan múltiples oportunidades para captar inversores dado que presentan la mayor parte de las temáticas sociales y ambientales a resolver, permitiendo de este modo expandir las alternativas de financiación a regiones e industrias donde muchas veces la inversión directa no es una fuente disponible. Sin embargo, plantean una serie de desafíos comunes en términos de desarrollo de infraestructura financiera y del mercado de capitales, debilidad institucional en cuanto al desarrollo de regulación que fomente el uso de nuevos instrumentos financieros, y difusión de casos de negocios efectivamente financiados mediante el uso de estas nuevas herramientas. Argentina presenta varios de estos desafíos y se encuentra dando los primeros pasos en cuanto al armado de estructuras de financiamiento para proyectos con alto impacto social/ambiental. A pesar de la relativa juventud de la industria, ha demostrado estar conduciéndose hacia el desarrollo de nuevas alternativas de financiación para negocios con alto impacto social/ambiental, principalmente de la mano de

Equitas Ventures con su primer proyecto Equitas I, un fondo mixto (capital de riesgo y deuda) sustentable que permite conjugar inversiones en forma de préstamo y capital en diferentes proyectos que se ajusten a los criterios de inversión del fondo. Este nuevo tipo de instrumentos financieros necesita que todas las partes trabajen juntas en el diseño de las particularidades de la herramienta a partir de entender las motivaciones de los actores involucrados, introduciendo innovaciones disruptivas y generando verdaderos ecosistemas financieros que sean sustentables en el tiempo.

Palabras claves: Negocios Inclusivos; Instrumentos Financieros; Ecosistemas;

Tabla de contenido

INTRODUCCIÓN	7
OBJETIVOS DEL TRABAJO	8
MARCO FILOSOFICO: PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA BASE DE LA PIRAMIDE.....	11
MARCO CONCEPTUAL: DEFINICIÓN DE NEGOCIOS INCLUSIVOS Y ECOSISTEMAS DE APOYO	13
MARCO TEORICO: IMPACT INVESTING - UNA ALTERNATIVA PARA QUE LOS NI CANALICEN INVERSIONES. 20	
METODOLOGIA DE LA INVESTIGACION.....	24
MARCO EMPIRICO: ANÁLISIS DE ESTRUCTURAS FINANCIERAS NO TRADICIONALES - SU EFECTIVIDAD PARA FINANCIAR NEGOCIOS INCLUSIVOS.....	26
SET DE ESTRUCTURAS FINANCIERAS NO TRADICIONALES UTILIZADAS EN LA ACTUALIDAD.....	29
<i>Matriz Riego/Retorno-Impacto Social.....</i>	<i>35</i>
<i>Conclusiones Preliminares</i>	<i>36</i>
ARGENTINA: DESAFÍOS Y OPORTUNIDADES PARA FINANCIAR NEGOCIOS INCLUSIVOS	40
<i>Modelos de financiación utilizados en argentina.....</i>	<i>45</i>
<i>Reflexiones y recomendaciones</i>	<i>48</i>
CONCLUSIONES E IMPLICACNCIAS	52
BIBLIOGRAFÍA	54
ANEXO	55

Índice de Figuras

DEFINICIÓN DE NEGOCIOS INCLUSIVOS Y ECOSISTEMAS DE APOYO	13
FIGURA 1: CLASE DE ORGANIZACIONES SOCIALES	15
FIGURA 2: ROLES DE LOS ACTORES EN ECOSISTEMAS INCLUSIVOS	18
IMPACT INVESTING – UNA ALTERNATIVA PARA QUE LOS NI CANALICEN INVERSIONES.....	20
FIGURA 3: PERFILES DE INVERSORES. IMPACT FIRST VS. FINANCIAL FIRST	21
FIGURA 4: DEFINICIÓN DE IMPACT INVESTING	21
FIGURA 5: DETALLE DE IMPACTO S SOCIALES Y AMBIENTALES	22
ANÁLISIS DE ESTRUCTURAS FINANCIERAS NO TRADICIONALES – SU EFECTIVIDAD PARA FINANCIAR NEGOCIOS INCLUSIVOS.....	26
FIGURA 6: IMPORTANCIA DE LOS ATRIBUTOS SELECCIONADOS EN LA DECISIÓN DE INVERSIÓN	27
FIGURA 7: EXPECTATIVA DE RETORNO EN NEGOCIOS CON IMPACTO SOCIAL	28
FIGURA 8: ESTRUCTURA DE SOCIAL IMPACT BOND.....	30
FIGURA 9: DESCRIPCIÓN DE SET DE ESTRUCTURAS FINANCIERAS NO TRADICIONALES.....	34
FIGURA 10: MATRIZ RIESGO/RETORNO – IMPACTO SOCIAL.....	36
FIGURA 11: PRINCIPALES BARRERAS QUE CONDICIONAN LA DECISIÓN DE INVERSIÓN	39
FIGURA 12: EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES FACTORES PARA LA FINANCIACIÓN DE NEGOCIOS INCLUSIVOS.....	41
FIGURA 13: FINANCIAMIENTO TOTAL POR TIPO DE INSTRUMENTO POR AÑO	43
FIGURA 14: TIPO DE FIDEICOMISO FINANCIERO POR AÑO	43

■ Introducción

Los negocios inclusivos han cobrado popularidad en la actualidad como forma alternativa de erradicar la pobreza incorporando a los mercados mundiales a nuevos sujetos de consumo que son comúnmente excluidos de los modelos de negocios tradicionales. Este nuevo enfoque plantea la superación de la clásica dicotomía al analizar diversos mecanismos para contrarrestar la pobreza global: el alcance limitado de las actividades de caridad y donaciones que no permiten su escalabilidad y sustentabilidad en el largo plazo, principalmente guiadas por principios filantrópicos que rechazan la incorporación de elementos de negocios a sus estructuras actuales, y los principios clásicos del libre mercado que impulsan modelos de negocios que no ponen el acento en el impacto social o ambiental de sus actividades ni plantean ajustes a las estructuras comerciales y financieras disponibles para poder abarcar a sectores excluidos que presentan un conjunto de necesidades y comportamientos propios.

Este nuevo enfoque permite que el sector privado desarrolle un papel mucho más activo y comprometido en la erradicación de la pobreza y para ello plantea alianzas colaborativas entre actores de la sociedad civil, sector público, emprendedores y empresarios del sector privado, donde confluyan el capital, la capacidad de financiamiento y proyectos de matiz social, para poder co-crear soluciones que superen a las iniciativas individuales. De esta manera, se plantea la combinación del sentido de lucro de los negocios pero incorporando a sectores de bajos recursos, o bien como Prahalad y Stuart (*The Fortune at the Bottom of the Pyramid*, 2002) denominan la base de la pirámide [BoP] - 4.000 millones de personas que viven con menos de \$2 dólares por día. Sin embargo para poder canalizar esfuerzos y determinar qué ajustes son necesarios realizar a los modelos de negocios tradicionales, se requiere entender y estudiar las particularidades de la BoP como sujetos de consumo y desarrollar estructuras innovadoras que permitan materializar aquellos proyectos con alto impacto social que resulten atractivos en términos de rentabilidad.

El desarrollo de ecosistemas financieros inclusivos necesita revisar el enfoque tradicional de negocios así como las estructuras y herramientas financieras tradicionales para implementar proyectos con alto impacto social que también resulten atractivos en términos de rentabilidad. La mera réplica de estas herramientas bajo la mirada tradicional de los negocios podría resultar en la no viabilidad de los negocios inclusivos.

Intentaremos responder las siguientes preguntas:

- ¿Bajo qué condiciones las nuevas *estructuras/herramientas financieras* (luego de introducidos los cambios a las estructuras tradicionales) resultan *eficientes* para el desarrollo de *ecosistemas financieros inclusivos en países desarrollados*?
- ¿Es posible identificar los principales obstáculos que deben afrontar los actores sociales al momento de desarrollar ecosistemas financieros y cuáles las oportunidades que los mismos generan, a partir de modelos de negocios implementados en varios países?

Objetivos del trabajo

El presente trabajo de investigación tiene como objetivo general evaluar los factores condicionantes y las oportunidades que existen en Argentina para poder replicar las estructuras y herramientas financieras que actualmente se utilicen en otras regiones para canalizar oportunidades de inversión en proyectos de alto impacto social (excluyendo del análisis a las microfinanzas como herramienta de inclusión financiera).

Se buscará alcanzar los siguientes objetivos específicos:

- Identificar las herramientas y estructuras financieras utilizadas en la actualidad y describir sus características, ventajas y desventajas para el desarrollo de ecosistemas financieros inclusivos;
- Evaluar la viabilidad y eficiencia de dichas estructuras financieras para el desarrollo de negocios inclusivos, a partir del análisis de casos de estudio en Europa y US.

El trabajo de investigación estará sustentado en la metodología cualitativa de tipo exploratorio, dado lo novedoso de la temática, y descriptiva ya que se relatan casos de negocios de manera global para exponer las diferentes estructuras financieras disponibles en base a diferentes fuentes de información. La investigación cualitativa permitirá poner de manifiesto factores sociales, de negocios y económicos que permiten desarrollar una perspectiva de análisis integral. En consecuencia, las herramientas de investigación que se utilizan en el presente trabajo son documentación e informes y cuestionarios, a saber:

- Documentación e informes: para recabar diversas perspectivas de los actores sociales respecto de la replicabilidad de las estructuras financieras en Argentina, se analizaron dos casos de estudio modelos en cuanto al armado de estructuras de financiamiento, donde se combina la doble visión de los negocios inclusivos y la realidad del país. Se complementó el análisis con informes brindados por entidades locales e internacionales sobre las características de las estructuras financieras objeto de estudio y casos de estudio en Europa y US donde comúnmente se utilizan.
- Encuesta conducida por ClearlySo a fundaciones, bancos de inversión, fondos de pensión y múltiples inversores sofisticados para explorar los principales componentes de análisis de un set de estructuras financieras seleccionadas y analizar su uso a nivel mundial.

En términos de la estructura del trabajo, en una primera parte se describe el concepto de negocios inclusivos y los fundamentos de “Impact Investing” (J.P. Morgan, Impact Investments an Emerging Asset Class, 2010) como marco teórico y base de análisis para precisar y entender los cambios que es necesario introducir a las estructuras/herramientas financieras disponibles. La segunda parte presenta un número limitado de estructuras y herramientas financieras que se aplican para financiar proyectos sociales, mediante la utilización de casos de estudio reales en diversas industrias, con énfasis en las condiciones y contexto en que las mismas se desarrollan. Los casos tienen lugar en US y Europa y suponen un alto nivel de coordinación de los actores sociales. Si bien el interés reside en presentar diversas opciones de financiamiento, el objetivo primario subyacente a

los mismos es compartido y consiste en erradicar la pobreza mediante soluciones innovadoras y sustentables. Finalmente, la última parte se aboca a analizar aquellos factores claves de éxito que son necesarios para poder reproducir estas estructuras y herramientas en otras regiones, con principal foco en Argentina. El análisis hace hincapié en los obstáculos y oportunidades que Argentina presenta para el desarrollo de negocios inclusivos. El objetivo es abordar el análisis de una manera integral, contemplando factores sociales, políticos, económicos y culturales que puedan condicionar o promover el desarrollo de negocios inclusivos.

Parte 1: Marco Filosófico

■ Principales características de la Base de la Pirámide

La distribución de la riqueza mundial generalmente puede representarse en forma piramidal. Prahalad (2004), define a la BoP como aquella porción de la población – 4 billones de personas - que vive con menos de U\$S 2 diarios y que fue excluida durante mucho tiempo del radar comercial de las empresas privadas. Si bien representan una gran base de consumidores, estos requieren un enfoque nuevo, con canales de comercialización y distribución alternativos, que permitan satisfacer las necesidades específicas de este nuevo sector de individuos. Dichos autores enuncian una serie de características propias del mercado en la BoP, que definen su estructura y la distinguen de los mercados tradicionales, a saber:

- *Existe dinero en la BoP.* Si bien el poder adquisitivo de U\$S 2 diarios es marcadamente inferior a los sectores desarrollados de la pirámide poblacional, la BoP tiene hábitos de consumo propios y particulares que es necesario identificar para poder ofrecer un producto o servicio que satisfaga las necesidades de este mercado. Muchas veces se intentan replicar estructuras tradicionales de los mercados desarrollados que no capturan el potencial de consumo, concluyendo erróneamente que no hay un mercado atractivo en la BoP.
- *El acceso a la BoP no es una de las principales restricciones para los capitales privados.* Se necesitan enfoques innovadores que resuelvan la distribución de bienes y servicios a las áreas urbanas y rurales donde reside la BoP. Un claro ejemplo viene dado por el modelo de distribución que plantea Avon mediante revendedoras, con mayor alcance y que simultáneamente desarrolla las capacidades comerciales del individuo.
- *La BoP tiene conciencia de marca.* Si bien la BoP reconoce la importancia aspiracional de la marca, la misma se analiza en conjunto con el valor adyacente al producto o servicio adquirido. No hay una actitud indiferente hacia la marca, pero en la medida que el costo marginal adicional por acceder a un producto/servicio de marca reconocida sea marcadamente

superior al valor ofrecido, la BoP recurre a alternativas más económicas que ofrezcan un mayor valor.

- *La BoP se encuentra ampliamente conectada.* El desarrollo de las comunicaciones permite que la BoP esté en contacto y tenga acceso a mayor información sobre los productos y servicios que se comercializan y compartan sus experiencias de consumo.
- *La BoP es receptora de los avances tecnológicos.* Los avances en materia tecnológica y de comunicación son bien recibidos dado que representan una novedad para este sector de la población, que anteriormente no disponía de acceso a la tecnología.

Parte 2: Marco Conceptual

■ Definición de Negocios Inclusivos y Ecosistemas de Apoyo

La literatura presenta múltiples definiciones de negocios inclusivos pero con algunos elementos en común:

- El surgimiento de un nuevo modelo de negocios sustentable que alinea intereses económicos, sociales y ambientales con el fin de erradicar la pobreza.
- Incorpora a la BoP como sujeto activo de consumo y de interés para los negocios, creando oportunidades económicas y mejores condiciones de vida.
- Presenta alianzas colaborativas entre actores sociales como fundamento de la co-creación de valor, basándose en mecanismos de mercado.

Shona Grant (citado en Next Billion, 2010) sostiene que Negocios Inclusivos es el concepto que hace referencia a una nueva forma de negocios, en donde se incorpora a la gente de menores recursos a la cadena de valor de grandes empresas. Pueden ser incorporados como proveedores, distribuidores o también como consumidores finales que reciben un producto y/o servicio que les provee un incremento en su calidad de vida.

La Fundación Avina (citado en Next Billion, 2010) también refuerza este concepto, ya que considera que los Negocios Inclusivos son iniciativas económicamente rentables, y ambiental/socialmente responsables, que utilizan los mecanismos del mercado para mejorar la calidad de vida de personas de bajos ingresos, al permitir:

- Su participación en la cadena de valor como proveedores de materia prima, agentes que agregan valor a bienes o servicios, o vendedores/distribuidores de bienes o servicios, y/o
- Su acceso a servicios básicos esenciales de mejor calidad o a menor precio, y/o

- Su acceso a productos o servicios que les permita entrar en un “círculo virtuoso” de oportunidades de hacer negocios o mejorar su situación socio-económica.

Para los fundadores de Negocios Inclusivos.org [NI.org], (2010), los negocios inclusivos presentan un objetivo dual:

- *Prosperidad*: Es el motor fundamental de la economía mundial, con posibilidades de movilizar grandes cantidades de recursos. Por lo tanto tiene un gran potencial de impacto en el desarrollo económico y competitivo de los mercados y naciones.
- *Desarrollo*: Contribución para una sociedad mejor, más equitativa y sostenible. La sostenibilidad de la sociedad y el planeta debe ser un fundamento para la acción empresarial.

A su vez, los mismos operan bajo los siguientes principios:

- Las transacciones económicas y de mercado, además de generar riqueza económica, pueden ser un catalizador para la generación de impacto social debido a la omnipresencia de éstas en la vida moderna.
- Responsabilidad social y ambiental: tener márgenes de ganancias “justas” dentro de la cadena (de acuerdo a estándares de Comercio Justo, OIT y Naciones Unidas)
- Cooperación y Simetría: transacciones ganar-ganar
- Gobernabilidad inclusiva y transparente
- Autonomía y voluntariedad de las acciones y transacciones
- Compromiso con el entorno y valoración cultural

Creemos importante delimitar el concepto de negocios inclusivos. Algunas de las fronteras consideradas por los autores se exponen a continuación:

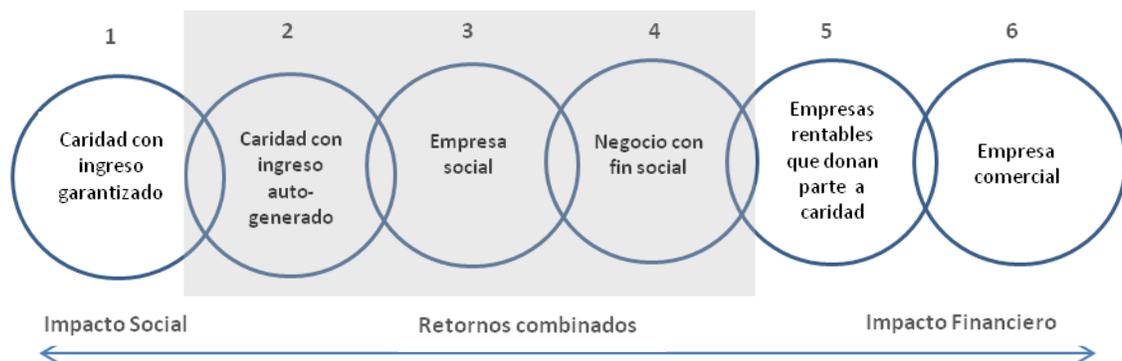
- Es un negocio verdadero que busca generar utilidades para sus dueños (privados o asociativos). Aunque la filantropía es una herramienta útil para el desarrollo, los NI no son filantropía ni dependen de ella.
- Es un negocio que garantiza niveles de inclusión de las comunidades de bajos ingresos. No se trata de vender a los pobres [sic] o endeudarlos. Se trata de mejorar las condiciones de vida de estas comunidades a través del

ejercicio de sus derechos ciudadanos, la satisfacción de necesidades básicas insatisfechas y/o el acceso a servicios públicos, entre otras variables críticas para el Desarrollo Humano.

- El negocio es una iniciativa empresarial. Los NI incorporan una empresa existente y consolidada (sostenible, con capacidad de gestión, que conoce la realidad de los mercados, etc). Aunque los programas de emprendimiento y creación de empresas son herramientas útiles para el desarrollo, los NI no son planes de negocio o empresas en nacimiento con el desafío de demostrar su viabilidad.
- La empresa que desarrolla el NI no necesariamente debe ser privada, grande, multinacional, sociedad anónima u otras estructuras tradicionales. La empresa que desarrolla el NI puede ser asociativa, cooperativa, social solidaria, entre otros tipos de empresas de origen comunitario, pero deben estar ya consolidadas y sostenibles.

Los negocios inclusivos pueden encuadrarse en las siguientes organizaciones sociales (figura 1 señalada en área sombreada), según sea su estadio de desarrollo. Es de nuestro interés, definir las estructuras 3 y 4 (señaladas en la figura 1), ya que permiten combinar el impacto social y financiero (ClearlySo, 2011), las cuales se detallan a continuación:

Figura 1. Clases de organizaciones sociales



Fuente: Adaptado de ClearlySo, Julio 2011

Empresa social: es toda aquella organización que consigue lograr su misión social, ética o ambiental primaria utilizando métodos aplicados en los negocios. Desde una perspectiva de inversión, la empresa social debe principalmente re-invertir todo excedente financiero en el negocio o causa que sirve.

Negocio con fin social (o negocio social): tiene un objetivo comercial, alcanzar e incrementar sus ganancias y simultáneamente crecer, combinado con un objetivo social. Desde una perspectiva financiera, los negocios sociales pueden distribuir dividendos o crear valor mediante la apreciación del capital. Esta es la principal diferencia con la Empresa social.

La forma de interacción de los distintos actores sociales da lugar a la aplicación del concepto tradicional de ecosistemas a los negocios inclusivos. Este concepto sugiere una ampliación del enfoque tradicional de los negocios inclusivos, ya que considera mayor diálogo e integración entre los actores. Uno de los principales obstáculos por los cuales los negocios inclusivos no pueden alcanzar su potencial y sostener su escala, son los desafíos que se presentan a nivel de infraestructura y de información. Es así como los ecosistemas financieros permiten resolver estos vacíos, ya que “deliberada y estratégicamente comprometen a la red de actores independientes e interrelacionados, cuyas acciones determinan el éxito o fracaso de los negocios inclusivos” (Christina Gradl y Beth Jenkins, 2011). Daniel González (2009) sostiene que las redes estratégicas socialmente inclusivas (o Ecosistemas) parten de la concertación horizontal donde todas las partes comparten responsabilidad por los impactos que buscan, pero no cuentan con autoridad vertical que controla la totalidad de la red. Es decir que todos tienen voz y voto para autorregularse, pero ninguno puede mandar a los demás. Las acciones se coordinan con acuerdos negociados y alineamiento de incentivos entre las partes. Estas redes se caracterizan por contar con actores heterogéneos, por contribuir al núcleo de la estrategia de cada actor y por transacciones gana-gana. Los ecosistemas no son alianzas y muchas veces tampoco son formales, son una forma de interpretar la realidad de una forma sistémica y atada al comportamiento natural de los seres humanos, que al fin y al cabo somos seres vivos inmersos en un sistema planetario regulado por la atmósfera, la tierra y la

evolución de las especies. Dependiendo de la tecnología, los actores, la cadena de valor y el entorno de la iniciativa, el rol de los actores puede cambiar con el tiempo e inclusive tener varios roles al mismo tiempo.

Cuando las redes estratégicas son socialmente inclusivas:

1. reducen la incertidumbre;
2. son legítimas para todos los actores;
3. capitalizan sobre la estructura social existente;
4. cuentan con conocimiento detallado de las necesidades y las fortalezas de la comunidad de bajos ingresos;
5. cuentan con socios que "simplifican" el esfuerzo al permitir llegar a una escala considerable de individuos; e
6. incorporan socios no tradicionales para reducir costos.

Las redes estratégicas socialmente inclusivas pueden contribuir a expandir los contornos de la sociedad, facilitando no sólo el flujo de bienes, servicios y dinero, sino también de conocimiento, información e ideas. Dichas redes pueden ser un instrumento útil para hacer llegar bienes y servicios que damos por sentado a lugares que jamás los han visto.

Daniel Gonzalez, en conjunto con algunas asociaciones-SEKN, WRI, AVINA y Compartamos Colombia- identifica algunos roles recurrentes dentro de ecosistemas de Negocios Inclusivos exitosos como:

1. Organización Pivote
2. Regulador
3. Legitimizador / Respaldo
4. Financiado
5. Asesor
6. Promotor / impulsor
7. Observador

Es importante resaltar que no estamos hablando de sectores ni de actores específicos. La comunidad, la empresa privada, el estado, la sociedad civil y otros actores pueden ejercer cualquiera de estos roles (ver figura 2).

Figura 2. Roles de los actores en los Ecosistemas Inclusivos

Barreras para la escalabilidad	Actores y sus roles
Habilidades y conocimientos limitados en la BoP	Compañías, Firms especializadas, Desarrolladores, Medios, ONG: educación y training
Falta de información de mercado	Compañías, Firms especializadas: prueba y error como método de aprendizaje, research de mercado
Regulación poco efectiva	Gobiernos, Compañías: cambios regulatorios, auto-regulación
Infraestructura inadecuada	Gobiernos, Compañías, Constructoras: desarrollo de infraestructura
Acceso limitado a servicios financieros por parte de la BoP	Compañías de servicios financieros: innovaciones en los modelos de negocios

Fuente: Adaptado de Barriers to scale sourced from UNDP (2008)

En el estudio llevado a cabo por Gadl, Christina y Jenkins, Beth (2011), los autores identifican diversas estrategias que las compañías utilizan para fortalecer los ecosistemas en los cuales los negocios inclusivos se encuentran inmersos, entre ellas, capacitación, intercambio de información, desarrollo de políticas públicas y creación de nuevas organizaciones. Asimismo señalan que las compañías utilizan diversas estructuras para disponer de recursos y facilitar las tareas de coordinación y cooperación, las cuales se detallan a continuación:

- *Iniciativa privada* por una compañía es la estructura más comúnmente implementada, dado que permite una coordinación ágil con mínimos costos de transacción. Esto supone que la compañía dispone de recursos y capacidades propias y típicamente se aplica cuando existe un problema de incentivos con clientes directos y consumidores.
- *Alianzas basadas en proyectos* donde se necesita la cooperación de múltiples actores ya que cada uno posee recursos críticos que no pueden adquirirse en el mercado. Dado que la reputación de los actores se pone en juego, muchas veces es necesario formalizar estas alianzas mediante *joint ventures o partnerships*.

- *Plataformas* implican considerar un número mayor de actores con un propósito en común. Pueden ser útiles para crear bienes de carácter público a través de actividades de research o actividades de infraestructura.

En base a las características propias de los negocios inclusivos y de los ecosistemas de apoyo, se analizarán diversas alternativas para captar inversiones con el objetivo de generar un alto impacto social/ambiental ofreciendo un set de retornos financieros que resulten atractivos para el inversor. En la próxima sección, abordaremos la teoría de Impact Investing sobre la cual se cimientan las estructuras e instrumentos financieros que se describirán a lo largo del trabajo.

Parte 3: Marco Teórico

■ *Impact Investing* – Una alternativa para que los negocios inclusivos canalicen inversiones

Su principal característica radica en analizar el impacto que la inversión puede crear una vez llevada a cabo: “Alocar activamente capital en negocios y fondos que generen un bien social y/o ambiental y un amplio espectro de retornos para el inversor, desde el principal invertido hasta por encima del mercado” (Freireich, J. y Fulton, K., 2009, citado en ClearlySo, 2011). Si bien este concepto se encuentra más desarrollado en algunos sectores, como ser, infraestructura, sector agrícola y educación, algunos autores estiman que esta nueva categoría de inversión tiene posibilidades de crecer hasta alcanzar U\$S500bn (Freireich, J. y Fulton, K., 2009, citado en ClearlySo, 2011). La innovación principal del concepto es que permite eliminar la tradicional dicotomía que enfrentan los inversores: retornos financieros ajustados por el riesgo asumido sin una clara visibilidad de los proyectos que se financian vs.- donaciones que maximicen el impacto social y/o ambiental, o bien, filantropía (ver figura 4). Si bien esta es la característica principal de los inversores, el Monitor Institute¹ en su obra *Investing for Social and Environmental Impact* (citado en Investing for Impact, 2009) define a los inversores de la siguiente manera:

- a) *Inversores con objetivo financiero primario (Financial First Investors)*. Buscan optimizar el retorno financiero con un piso para el impacto social/ambiental. Representan a inversores comerciales que buscan alternativas de inversión que combinen un retorno de mercado competitivo con algún beneficio social/ambiental.
- b) *Inversores con objetivo social primario (Impact First Investors)*. Buscan optimizar el beneficio social/ambiental con un piso para el retorno

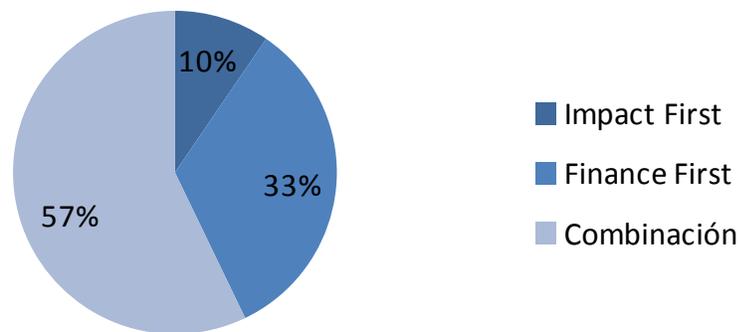
¹ www.monitorinstitute.com

financiero. Este grupo persigue el beneficio social/ambiental como prioritario y pretende una amplia gama de retornos, desde el principal hasta un rendimiento competitivo de mercado.

- c) *Inversores Yin-Yang*. Ambos grupos de inversores citados anteriormente trabajan conjuntamente fundiendo sus motivaciones, es decir, alcanzar rendimientos de mercado (*financial first investors*) que se apalanquen para conseguir mayor impacto social/ambiental (*impact first investors*).

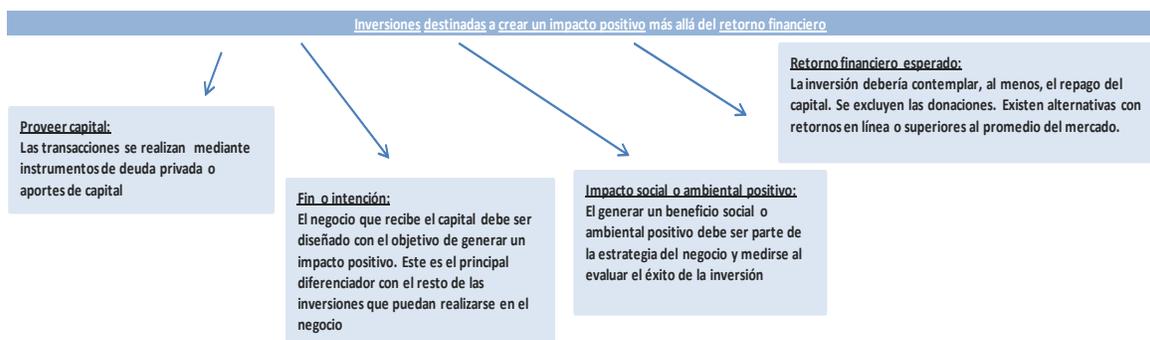
En base a una encuesta de ClearlySo realizada a 55 inversores en el Reino Unido, podemos apreciar el surgimiento de inversores Yin-Yang conjugando objetivos financieros y sociales (ver figura 3 y anexo N° 1 para mayor detalle)

Figura 3. Perfiles de inversión: *Impact First* vs. *Finance First*



Fuente: Adaptado de ClearlySo, 2011

Figura 4. Definición de Impact Investment



Fuente: Adaptado de The Rockefeller Foundation, J.P. Morgan

Uno de los grandes aportes del concepto de *Impact Investing* es el analizar la conducta del inversor al momento de tomar decisiones. Christina Gadl y Beth Jenkins en *Tackling Barriers to Scale: From Inclusive Business Models to Inclusive Business Ecosystems* sostienen que los inversores suelen tomar decisiones de inversión en un marco bi-dimensional que combina el sector de negocios en el cual la inversión operará y el impacto social/ambiental que la misma intenta generar. Ciertos inversores buscan apalancar los conocimientos previos en un sector para poder focalizarse en evaluar el impacto que tendrá el proyecto que se busca implementar y los mecanismos más eficientes para hacerlo. Las inversiones de impacto pueden generar una amplia gama de beneficios sociales y/o ambientales desde expandir el acceso de la BoP a los servicios básicos hasta desarrollar procesos productivos que beneficien a la sociedad, tales como, generación de puestos de trabajos, manejo de energía eficiente, acceso a la cadena productiva.

Figura 5. Detalle de los impactos sociales y/o ambientales

Aumentar los ingresos y activos para los sectores de bajos recursos (según IRIS)	Mejorar la riqueza básica para sectores más necesitados (según IRIS)	Mitigar el cambio climático (según IRIS)
Generación de empleo	Resolución de conflictos	Conservación de la biodiversidad
Acceso a la energía	Prevención de enfermedades	Energía y combustible eficientes
Acceso a servicios financieros	Acceso a agua potable	Conservación de los recursos naturales
Acceso a la educación	Desarrollo de vivienda social	Prevención de la contaminación y manejo de residuos
Crecimiento de ingresos/productividad	Alimentación	Energía sustentable
Productividad en agricultura	Generación de fondos para caridad	Uso sustentable de la tierra
Desarrollo de capacidad	Mejora de la salud	Manejo de los recursos acuíferos
Desarrollo de la comunidad	Igualdad y empowerment	

Fuente: IRIS. Definiciones según iris.thegiin.org, adaptado de J.P. Morgan's paper on Impact Investment an emerging asset class (O'Donohoe, N. et al., 2010)

Las inversiones con impacto social pueden estructurarse de múltiples maneras al momento de financiar negocios inclusivos, según el perfil de riesgo del inversor y retorno perseguido. En su forma más clásica, existen las estructuras tradicionales como *equity*, deuda y depósitos garantizados. En los últimos tiempos, dada la limitación de aquellas para financiar proyectos no tradicionales, nacieron estructuras más innovadoras como ser bonos sociales, productos que combinen

beneficios impositivos, *quasi-equity* y *limited partnerships*. La existencia de estas estructuras alternativas nace con el objetivo de brindar la oportunidad a distintos perfiles de inversores de poder invertir en base a su propensión de riesgo y metas personales. En la próxima sección describiremos algunos vehículos/estructuras de inversión alternativas que permiten combinar el retorno financiero ajustado por riesgo y el impacto social del proyecto/negocio inclusivo, con principal foco en la etapa de financiamiento, que se están utilizando actualmente en los países desarrollados.

Parte 4: Metodología de la Investigación

El trabajo de investigación estará sustentado en la metodología cualitativa de tipo exploratorio, dado lo novedoso de la temática, y descriptiva ya que se relatan casos de negocios de manera global para exponer las diferentes estructuras financieras disponibles en base a diferentes fuentes de información. La investigación cualitativa permitirá poner de manifiesto factores sociales, de negocios y económicos que permiten desarrollar una perspectiva de análisis integral. El diseño de la investigación será no experimental, transversal, con el objetivo de describir y analizar herramientas y estructuras financieras de aplicación actual para el desarrollo de negocios inclusivos. El análisis se combinará con el estudio de un número limitado de casos en USA y Europa para evaluar la replicabilidad en Argentina. En consecuencia, las herramientas de investigación que se utilizan en el presente trabajo son documentación e informes y cuestionarios, a saber:

- Documentación e informes: para recabar diversas perspectivas de los actores sociales respecto de la replicabilidad de las estructuras financieras en Argentina, se analizaron dos casos de estudio modelos en cuanto al armado de estructuras de financiamiento, donde se combina la doble visión de los negocios inclusivos y la realidad del país. Se complementó el análisis con informes brindados por entidades locales e internacionales sobre las características de las estructuras financieras objeto de estudio y casos de estudio en Europa y US donde comúnmente se utilizan.
- Encuesta conducida por ClearlySo a fundaciones, bancos de inversión, fondos de pensión y múltiples inversores sofisticados para explorar los principales componentes de análisis de un set de estructuras financieras seleccionadas y analizar su uso a nivel mundial. Del set general utilizado en el estudio, las preguntas que se analizaron fueron:
 - ¿Cuáles de los siguientes drivers influye en la decisión de invertir en proyectos con alto impacto social/ambiental?

- De invertir en este tipo de negocios, ¿perseguiría retornos financieros?
- En este caso, ¿considera que su decisión estuvo motivada por buscar principalmente un retorno financiero o por el impacto social a generarse?
- ¿Cuáles considera deberían ser los principales desarrollos para promover la inversión en negocios con alto impacto social/ambiental?
- ¿Cuáles serían las principales barreras que condicionan la promoción de inversiones en negocios con alto impacto social/ambiental?

El trabajo de investigación estará basado en fuentes secundarias principalmente, combinadas con encuestas realizadas por entidades locales e internacionales a diferentes actores sociales para recabar sus perspectivas y complementar el análisis. La bibliografía comprenderá artículos/papers electrónicos, informes, y en menor medida libros escritos por especialistas.

Parte 5: Marco Empírico

■ Análisis de Estructuras Financieras No Tradicionales – Su Efectividad para Financiar Negocios Inclusivos

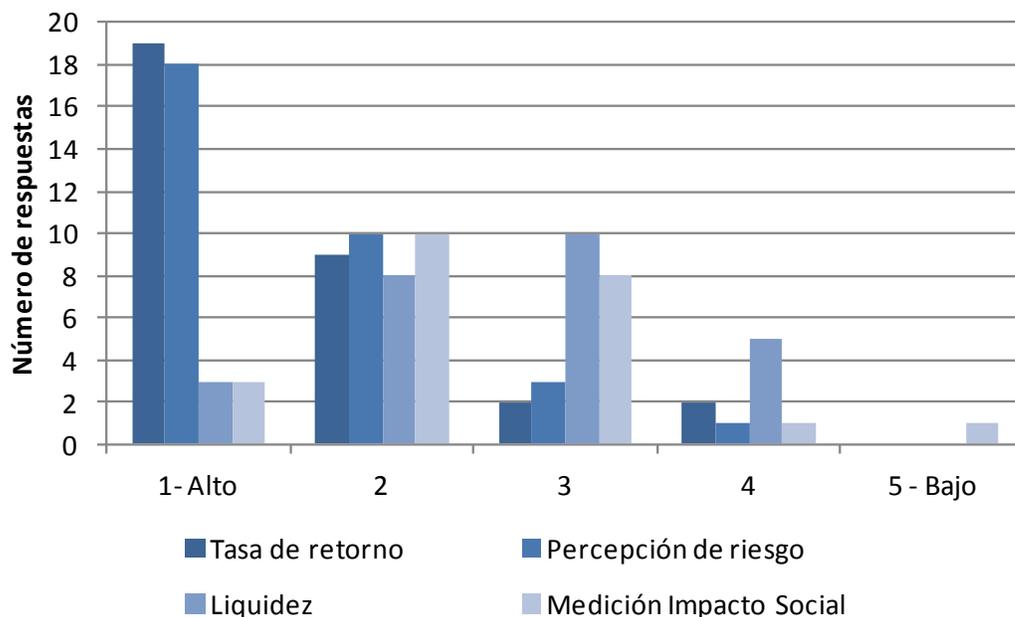
Los negocios inclusivos como nuevo enfoque para incorporar a la BoP al sistema económico y de consumo, plantean nuevos desafíos en materia financiera, comercial y de distribución. Las herramientas tradicionales resultan insuficientes para atender las necesidades propias de este segmento y muchas veces el uso inapropiado de las mismas puede condicionar el éxito de una iniciativa.

Dentro de las estructuras tradicionales, los instrumentos de deuda o aporte de capital son generalmente elegidos como alternativa clásica de inversión. La deuda supone un horizonte de inversión determinado, luego del cual se repaga el monto principal (o bien se repaga en el transcurso del mismo en cuotas) y supone el pago de interés. En caso de incobrabilidad o quiebra, el acreedor tiene preferencia de cobro pero la gran desventaja es que no tiene injerencia en las decisiones del negocio. Esta es una de las principales desventajas para los negocios inclusivos ya que monitorear el impacto social de la iniciativa resulta uno de los mayores desafíos. En cuanto al aporte de capital, el mismo garantiza un porcentaje del negocio y algún grado de influencia en la toma de decisiones pero supone un mayor nivel de riesgo ya que no hay prioridad de cobro en caso de quiebra y el horizonte de inversión no está claramente definido, dado que el inversor debe vender su porcentaje de participación para abandonar el negocio. Usualmente, el monto de inversión comprometido en este tipo de instrumentos es mayor y podría no ser el indicado para inversores con baja aversión al riesgo, falta de liquidez y horizontes cortos de inversión.

Las estructuras financieras que analizaremos en esta sección suponen como base elementos de las estructuras tradicionales (principalmente deuda y *equity*) pero introducen componentes innovadores con el objetivo de brindar nuevas alternativas de inversión que se ajusten a las necesidades de los inversores (aversión al riesgo, inversión inicial, recupero de la inversión, retorno pretendido,

horizonte de salida, liquidez, sector y región para invertir, entre otras) y permitan viabilizar el impacto social del proyecto. Para determinar algunos de los principales componentes de análisis de las estructuras financieras seleccionadas, procedimos a evaluar los principales resultados de una encuesta conducida por ClearlySo, 2011 a 55 inversores (desde fundaciones a inversores institucionales sofisticados). La mayoría de los encuestados coincidieron en evaluar una propuesta de inversión en base a: retorno esperado en función del riesgo asumido, nivel de liquidez y medición del impacto social.

Figura 6. Importancia de los atributos seleccionados en la decisión de inversión

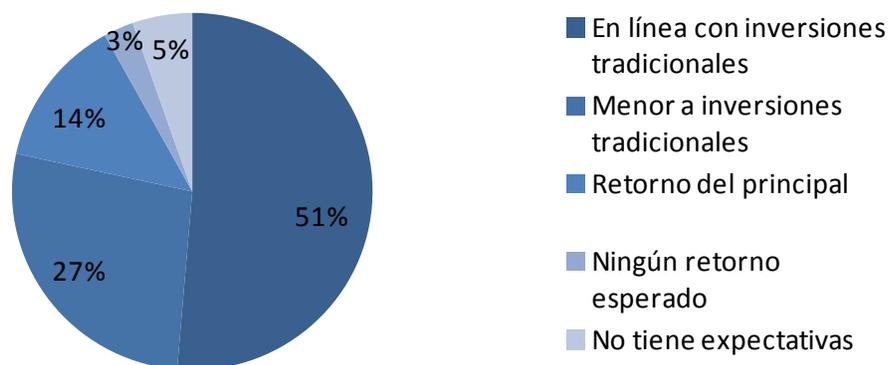


Fuente: Adaptado de ClearlySo, 2011

Si bien el grupo encuestado difiere en cuanto a sus objetivos de inversión, podemos observar que un amplio número de encuestados señala a la tasa de retorno como atributo importante al momento de tomar una decisión de inversión. Es importante mencionar que diferentes inversores tendrán expectativas de retornos disímiles (desde rendimientos de mercado a un mínimo retorno pretendido), aunque coincidan en que es un factor clave al invertir. Esta

expectativa de retorno esperado debe analizarse en función del riesgo asumido y de las posibles alternativas para mitigarlo, tal como se indica en el gráfico. Es decir, que el inversor evaluará la alternativa de inversión en función del retorno esperado ajustado por riesgo del capital comprometido. En general, los inversores suponen el repago del principal invertido y presentan un rango de expectativas para el retorno derivado del capital.

Figura 7. Expectativas de retorno en inversiones con impacto social



Fuente: Adaptado de ClearlySo, 2011

El atributo de liquidez supone la posibilidad de transmisión/venta del vehículo financiero (ej. bonos) pudiendo materializar una ganancia de capital dada la existencia de un mercado de capitales desarrollado. Este atributo es principalmente requerido por inversores institucionales dado el alto grado de liquidez que presenta la mayoría de los instrumentos en los que invierten y de requisitos de inversión que deben cumplir. No es un atributo que ampliamente presenten las estructuras financieras con impacto social/ambiental.

La medición del impacto social generado ha sido identificada como un atributo importante al momento de invertir, dadas las dificultades que muchos instrumentos presentan para cuantificar el impacto de la inversión. El interés de la mayoría de

los inversores es asegurarse que el impacto suceda, especialmente en aquellos casos en los que se sacrifica parte del retorno esperado.

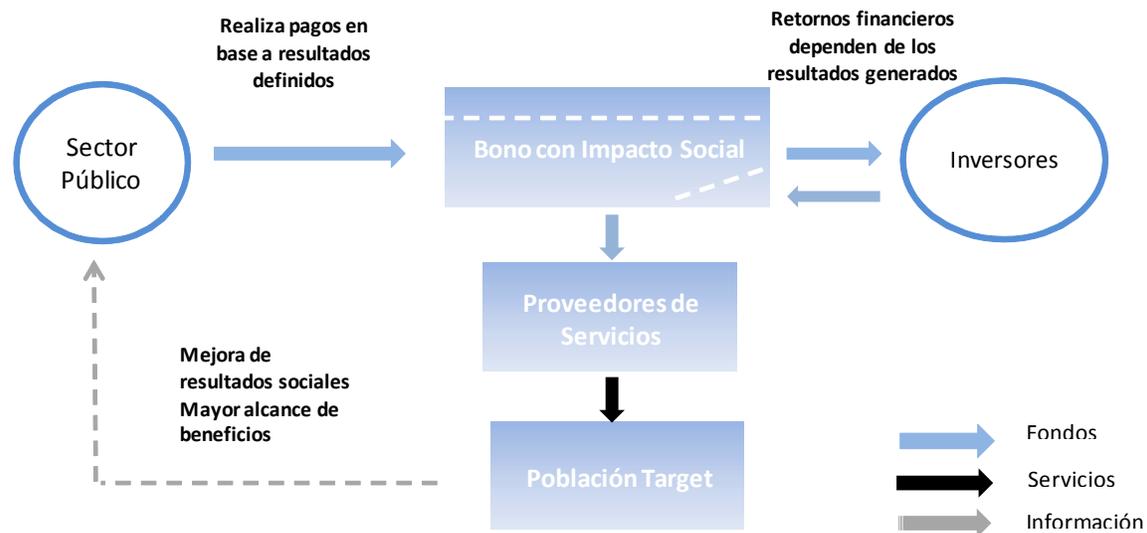
Set de estructuras financieras no tradicionales utilizadas en la actualidad

A partir de los criterios relevados y de aquellos que consideramos complementarios al análisis, se procederá a describir y evaluar una selección de estructuras financieras no tradicionales para canalizar inversiones en proyectos/negocios con impacto social con el objetivo de brindar diversas alternativas de inversión (ver Figura 9)

- **Social Impact Bond.** Es un contrato entre el sector público e inversores privados donde el pago del retorno financiero está subordinado a la consecución de objetivos sociales previamente definidos en el contrato (tal como reducción de las tasas de reincidencia de convictos – primer piloto introducido en 2010 por Social Finance²- o número de personas admitidas en el hospital). El inversor otorga financiamiento en un primer momento, el cual es utilizado para llevar a cabo el proyecto social que se estipula en el contrato a través de empresas con trayectoria reconocida en el mercado. Dichas empresas deben encontrar alternativas para ejecutar el proyecto que permitan maximizar el financiamiento obtenido. Una vez que se comprueba el grado de consecución de la mejora social, el inversor obtiene el repago de su inversión producto del ahorro público obtenido en la financiación del proyecto (ver figura 8). El inversor corre el riesgo de no obtener retorno financiero alguno, si no hay mejoras sociales en el proyecto convenido. Este mecanismo permite alinear los incentivos sociales y financieros de todos los actores involucrados.

² <http://www.socialfinance.org.uk/work/sibs>

Figura 8. Estructura de Social Impact Bond



Fuente: Adaptado de Social Finance, Towards a new social economy, Marzo 2010

- Scope Philanthropic Loan.** Scope, una entidad que tiene como objetivo apoyar a personas con discapacidad en el Reino Unido, propone un esquema de financiamiento que combina una donación (parcialmente sujeta a exención impositiva) e inversión con fines filantrópicos. Este primer esquema tiene como objetivo financiar la construcción de viviendas para personas con discapacidad y venta de edificios antiguos de su propiedad. Mediante este esquema, 100 individuos donan £ 1750 (£ 2.800 - £1.050 de ventajas fiscales) y otorgan un préstamo de £ 7.000, pagadero en 3 años sin interés, producto de la venta del edificio actual, por lo que por cada donación se cubre 25% del préstamo. Scope utiliza los £ 10.500 por inversor (unidad invertida) para financiar préstamos comerciales por un total de £ 750.000 (£ 7.500 por unidad invertida * 100 inversores) a 10-15 años (principalmente dirigidos a bancos, con un interés promedio del 3-6%), generando un efecto multiplicador en el financiamiento que podría ascender a £ 18000 de acuerdo a Grangewood Venture Philanthropy Project (GVPP).

- ***New York Acquisition Fund***³. El fondo es integrado por la Ciudad de New York, fundaciones y comunidades inversoras con el objetivo de financiar a desarrolladores inmobiliarios la adquisición y gastos iniciales relacionados con el desarrollo y mantenimiento de viviendas económicas en la ciudad de NY. Los sujetos de la financiación pueden ser desarrolladores comerciales (con un objetivo de lucro) o bien entidades sin fines de lucro. La diferencia entre ambos sujetos radica en el monto máximo de financiación: los primeros, pueden acceder hasta un 95% del *loan-to-value* (incluyendo la capitalización del interés), mientras que el no perseguir fines de lucro habilita un monto máximo de financiación de hasta 130% del *loan-to-value*. El monto del préstamo puede ser utilizado para adquirir la propiedad, estudios ambientales, costos de consultoría. El plazo máximo del préstamo es 36 meses y las tasas de interés se ubican en PRIME menos 60 puntos básicos. El fondo supone el pago del interés devengado, mientras que el capital se repaga con los fondos obtenidos de préstamos para la construcción.
- ***Allia Bond***⁴. Consiste en un retorno fijo de hasta 10% al final de la vida del bono (5 años), pudiendo el inversor optar por tener un menor retorno a la madurez e incrementar el monto de la donación a la causa social. En una primera etapa, el inversor que suscribe el bono decide la causa social que quiere promover y la tasa de retorno que pretende sobre su inversión. Allia presta parte del dinero recaudado (luego de cubrir sus costos operativos) a diversas entidades con fines sociales con calificación AA. Al final de la vida del bono, la entidad repaga el préstamo (capital, 0% tasa de interés) y ese es el monto que se le devuelve al inversor de acuerdo al nivel de retorno establecido al momento de suscribir el bono. Dado que el inversor

³ <http://www.nycacquisitionfund.com/files/Publication2.pdf>

⁴ <http://allia.org.uk>

establece el retorno pretendido sobre su inversión, el valor presente del préstamo a la entidad social es calculado considerando la porción de ganancia que el inversor desea otorgar a la causa social elegida. Así si el interés pretendido por el inversor es 4% en 5 años y el monto invertido \$1000, entonces Allia podrá prestar hoy a la entidad con fin social \$822 (generalmente un monto menor dado que restan deducir los costos operativos de Allia) para repagar \$1000 en 5 años ($\$1000/1,04^5 = \822).

- **Bridges Venture CDV Funds⁵**. Bridges Ventures es una organización privada que promueve la utilización de fondos de inversión para proveer retornos financieros y promover causas sociales/ambientales. Los Venture Funds invierten generalmente en negocios relacionados con áreas marginadas, medio ambiente, educación y capacidades y salud/bienestar. En general, la mayoría de las inversiones se destinan a las áreas más marginadas de UK para la creación de empleo o desarrollo de economías locales, aunque tienen posterior impacto en el resto de las categorías de inversión. Los fondos invierten bajo la forma de participación accionaria en negocios con claros objetivos, atractiva proposición de valor y el potencial de generar retornos financieros. El monto invertido oscila entre £500k y £10mn y el fondo puede co-invertir o asociarse con otras entidades. Hasta el momento, ha invertido £57mn en 37 compañías y el 70% de las cuales ha requerido una segunda inversión. Los retornos promedio al momento de la salida de la inversión ofrecen una tasa interna de retorno del 29%-165%. El proceso de inversión cuenta de 3 pasos:
 - a) Evaluación.** Revisión de planes de negocios
 - b) Aprobación.** Si el plan de negocios resulta atractivo, se procede a realizar un due dilligence.

⁵ <http://bridgesventures.com>

c) **Finalización.** Una vez que el due diligence aporta resultados favorables, se procede a aprobar la inversión, finalizar aspectos legales y firmar los contratos correspondientes.

Figura 9. Descripción de un set de estructuras financieras no tradicionales

Vehículo de Inversión	Social Impact Bond (SIB Pilot)	Scope Philanthropic Loan	New York Acquisiton Fund	Allia Bond	Bridges Venture CDV Funds
Componente					
Estructura	Sociedad personalista y de responsabilidad limitada (limited partnership)	"Philanthropic Loan" - combina donación con inversión social y préstamo comercial	Sindicato de bancos que integran capital para constituir el fondo en forma de préstamo privilegiado e inversores sociales que lo hacen en forma de préstamo subordinado a bajas tasas de interés	Bono a tasa fija de interés, elegida por el tenedor del bono	Fondos de inversión que tienen la misión de generar retornos financieros atractivos y causar un impacto social/ambiental significativo
Riesgo-Retorno	Alta percepción de riesgo. Los retornos se esperan en los años 4, 6 y 8. Máximo retorno del 13% (cap outcome)	Baja percepción de riesgo, dado que el préstamo está garantizado (match funding). Retorno promedio: 3-6% para préstamo comercial	Relación equilibrada. Inversores financieros financian a tasa indexada a prime rate (80% de la inversión) e inversores sociales a tasa inferior al mercado (20% restante)	Baja percepción de riesgo. Retorno promedio según el inversor: 0-10%	Relación equilibrada. Tasa interna de retorno al momento de la salida de la inversión oscila entre 29-165% (rentabilidad del fondo). Tasa interna retorno promedio del 15% a los inversores que financian el fondo común
Liquidez del instrumento	Baja	Media	Media	Media	Media
Monto de Inversión	£ 5 mn	£ 1750 donación £ 7000 préstamo	\$ 162 mn préstamo privilegiado \$ 40 mn préstamo subordinado	Pago mínimo £100	Bridges Venture ha invertido en promedio £ 51 mn en 37 compañías. Inversión oscila entre £500K y £10mn
Impacto Social	Alto. Primer piloto con el objetivo de reducir las tasas de reincidencia en Peterborough	Alto. Primer proyecto con el objetivo de construir 15 casas pre-fabricadas	Medio. El objetivo es financiar el desarrollo o acondicionamiento de viviendas	Alto. Instrumentado para financiar programas de viviendas	Alto. Creación de empleos y financiación a negocios que cumplan con determinadas características de impacto social/ambiental (sustentabilidad y regeneración)
Efecto Impositivo	No disponible	£ 1050 disminución de carga impositiva sobre donación	No disponible	Interés sometido a la tasa impositiva de Reino Unido. No hay deducción impositiva por parte de la donación	No disponible
Horizonte de Inversión	£ 5 mn en partes iguales durante los primeros 6 años	El capital se repaga en 3 años mediante fondos recaudados de la venta de edificios fuera de uso	El fondo otorga préstamos de hasta 3 años	5 años. Primer período de suscripción cerrado en Aug'11 con devolución en Aug'16	El fondo realiza aportes de capital en las compañías que financia. Inversores: Bancos, Fondos de Pensión, Compañías.
Mercado/Región	Reino Unido	Reino Unido	USA	Reino Unido	Reino Unido
Grado de Participación del inversor	Baja. Sistema de monitoreo de impacto social sólido	Baja. Comportamiento similar al de un acreedor	Media. Algunos de los bancos inversores realizan tareas de administración del fondo	Baja. Comportamiento o similar al de un acreedor, pero se combina con donación	El inversor del fondo tiene una participación pasiva, mientras que el proceso de análisis de inversión del fondo es dinámico

Fuente: Adaptado de ClearlySo, 2011 e Investing for Impact

Matriz Riesgo/Retorno-Impacto Social

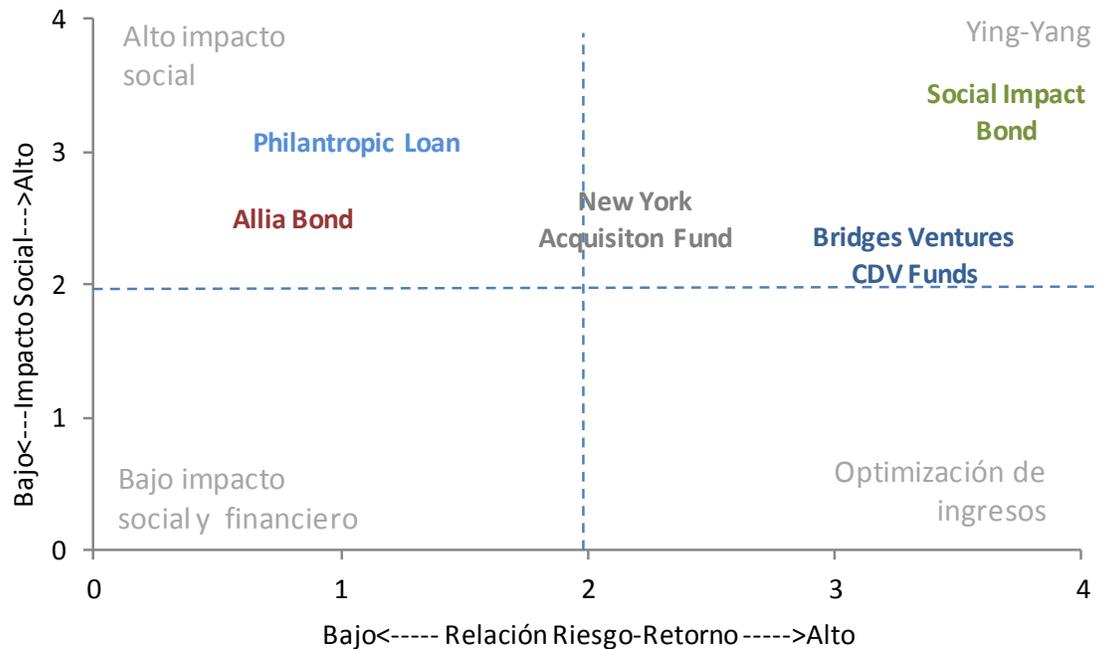
En base a las características intrínsecas de cada vehículo financiero descriptas anteriormente, se procedió a analizar el grado de impacto social y la relación riesgo-retorno que cada uno de ellos ofrece al inversor, con el fin de aloarlos en cuatro categorías (ver figura 10):

- a) **Bajo impacto social y financiero:** esta categoría agrupa herramientas/vehículos financieros que generan bajo impacto social y financiero y que se encuentran fuera del objeto de nuestro estudio.
- b) **Alto impacto social:** son estructuras financieras que permiten viabilizar iniciativas o negocios con alto impacto social/ambiental que no resultan tan atractivos para inversores que persiguen un medio-alto retorno financiero por su inversión. Muchas veces estas herramientas introducen mecanismos para limitar el retorno máximo esperado que persiguen inversores tradicionales con prioridad en el impacto financiero de la iniciativa.
- c) **Yin-Yang⁶:** son estructuras por niveles que les permiten a inversores que priorizan el retorno financiero invertir conjuntamente con aquellos que buscan maximizar el impacto social/ambiental de la iniciativa a desarrollar. En este tipo de acuerdos, aquellos inversores principalmente focalizados en el impacto social, acuerdan recibir un retorno ajustado por riesgo inferior al retorno promedio de mercado, permitiendo que otros tramos de la inversión resulten atractivos para aquellos inversores que persiguen un retorno financiero con un mínimo de mercado. De este modo, ambos tipos de inversores persiguen sus propios objetivos: obtener retornos financieros de mercado (Financial First Investor) y permitir apalancar la inversión recibida maximizando el impacto social del negocio (Impact First Investor).
- d) **Optimización de ingresos:** esta categoría nuclea a aquellas herramientas que permiten viabilizar iniciativas dirigidas a Financial First investors, donde el interés reside en generar retornos ajustados por riesgo por encima del

⁶ Investing for Impact. Adaptado de The Monitor Institute: Investing for Social and Environmental Impact

retorno promedio del mercado, minimizando el impacto social/ambiental de la iniciativa desarrollada.

Figura 10. Matriz Riesgo/Retorno-Impacto Social



Fuente: Adaptado de ClearlySo, 2011 e Investing for Impact, 2011

Conclusiones preliminares

A efectos de evaluar la efectividad de las herramientas financieras descritas anteriormente, es necesario combinar las motivaciones individuales del inversor, los requisitos que debe reunir su inversión, el grado de importancia que el mismo le asigna a los diversos atributos que la herramienta conlleva y el proyecto con impacto social/ambiental que se quiere desarrollar. En base al diseño y características de las herramientas, consideramos que aquellas ubicadas en el cuadrante Yin-Yang resultan una buena alternativa para aquellos inversores que pretendan optimizar el retorno ajustado por riesgo garantizando el impacto social que deseen desarrollar iniciativas en conjunto con inversores cuyo objetivo sea optimizar el impacto social garantizando un retorno financiero. Según el grado de

importancia de los atributos propios de cada herramienta, el Social Impact Bond ha ganado popularidad entre los inversores del Reino Unido (en su fase piloto) por lo innovador de su diseño y la compleja metodología para medir el impacto social, lo cual le otorga credibilidad a la medición ya que el retorno se encuentra sujeto al grado de cumplimiento de la meta social propuesta. Sin embargo, la percepción de la relación riesgo-retorno resulta elevada ya que en una primera etapa no se tiene certeza de poder conseguir los objetivos sociales, los cuales se ven afectados por innumerables factores externos. De cumplirse el objetivo social, es una de las herramientas que un alto retorno ajustado por riesgo (para este tipo de herramientas) y el grado de impacto social es significativamente alto, ya que en general se relacionan con temáticas sociales que afectan a un gran número de personas. En términos de liquidez, no es un instrumento que cotice en mercados y que pueda intercambiarse fácilmente por lo que no es recomendable para inversores con horizontes cortos de inversión o que deban cambiar en forma continua la composición de su portfolio. Este tipo de inversión requiere un trabajo conjunto con el Estado en sus diferentes niveles, por lo que los proyectos a financiar deben estar relacionados con temáticas de interés nacional (ej. reducir las tasas de reincidencia).

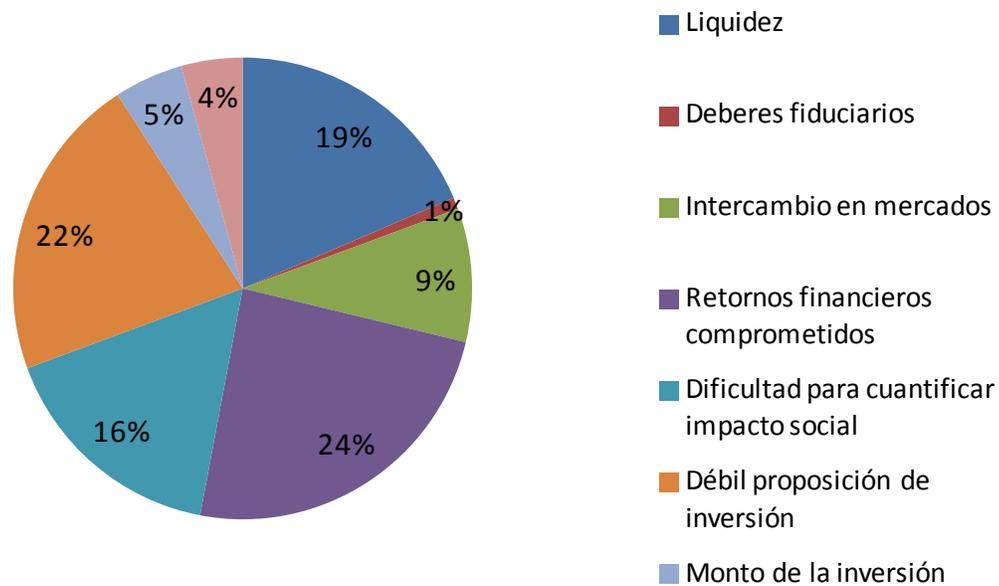
Otra de las alternativas en este cuadrante, Bridges Ventures Funds, es una iniciativa puramente privada donde el inversor posee una cuota parte del fondo a cambio de un retorno. En términos de impacto social, el mismo es menor que el generado por el Social Impact Bond, pero conlleva menor riesgo ya que el fondo se encuentra operando hace varios y ha financiado exitosamente diferentes proyectos. En cuanto a la liquidez, esta herramienta es apta para inversores institucionales y fondos de pensión que deban cambiar ajustar la composición de su portfolio a determinados requisitos y persigan un retorno competitivo (15% tasa interna de retorno), aunque los fondos son cerrados durante el período de la inversión.

New York City Acquisition Fund plantea un esquema de financiamiento a tasa prime para Financial First Investor combinado con rendimientos inferiores al mercado para Impact First Investors (incluida la Ciudad de NY). El impacto social

es más limitado que en las herramientas anteriores ya que su diseño principalmente se orienta a financiar el desarrollo de viviendas económicas. Los Financial First Investor tienen una percepción moderada del riesgo-retorno dado que tienen un préstamo privilegiado y los fondos son aportados por un sindicato de bancos.

Entre aquellas herramientas destinadas a generar alto impacto social con un mínimo retorno financiero garantizado, el Philanthropic Loan plantea un esquema alternativo donde se combina inversión y donación, principalmente destinado a inversores minoristas, ya que el retorno sobre el tramo del préstamo comercial tiene un cup del 6%. La principal ventaja del instrumento es el “match funding” donde la donación cubre parte del préstamo inicial y hay un activo que garantiza el repago del préstamo inicial y el comercial ofrecido a bancos y otras instituciones financieras, así como las ventajas fiscales aplicables sobre la donación (uno de los pocos instrumentos que posee este atractivo). En términos de liquidez, la titularidad del préstamo puede ser cedida a terceros quienes recibirán el repago del mismo, aunque este tipo de bonos no cotice en la bolsa. Otra de las herramientas propuestas para esta categoría es Allia Bond, el cual le otorga al inversor la flexibilidad de seleccionar el retorno pretendido al momento inicial y la causa que quiere apoyar con su inversión. Si bien el impacto social es medible, su retorno no se encuentra sujeto a la consecución del mismo como era el caso del Social Impact Bond. Este tipo de herramienta puede resultar viable para aquellos inversores que quieran invertir su exceso de caja en proyectos con alto impacto social (inversores corporativos), ya que no hay un monto inicial pre-definido, sino que el mismo depende del retorno esperado y del monto de ganancia que se decida trasladar a la entidad beneficiaria.

Si bien la oferta de vehículos financieros para financiar negocios inclusivos no es tan extensa, existe la posibilidad de alinear las motivaciones y requerimientos de los inversores con la necesidad social del proyecto. A continuación se presentan las principales barreras al momento de invertir señaladas por el grupo encuestado por ClearlySo (ver figura 11)

Figura 11. Principales barreras que condicionan la decisión de inversión

Fuente: Adaptado de ClearlySo, 2011

Uno de los principales desafíos radica en ofrecer rendimientos de mercado en línea con otro tipo de vehículos de inversión e incluir mecanismos para mitigar riesgo, dado que el factor de riesgo-retorno es uno de los atributos mayormente requerido por la comunidad inversora. Adicionalmente, muchas de estas herramientas son estructuradas de forma similar con leves modificaciones en su concepción, lo que dificulta la atracción de diversos perfiles de inversores.

Argentina: Desafíos y oportunidades para financiar negocios inclusivos

La difusión del concepto de negocios inclusivos y el desarrollo económico-financiero de un país o región resultan factores cruciales para el surgimiento de estructuras financieras orientadas a la financiación de negocios con alto impacto social/ambiental. Existen otros factores que se desprenden de los pilares anteriormente mencionados y se cree condicionan el desarrollo de estructuras financieras alternativas, a saber, educación financiera, marco regulatorio, desarrollo del mercado de capitales, apoyo gubernamental, gobierno corporativo.

Estados Unidos y el Reino Unido han hecho de estos pilares metas de largo plazo, detrás de las cuales los diversos actores sociales (desde emprendedores hasta los gobiernos) buscan alinearse a través de la cooperación y trabajo conjuntos. Se han presentado en la sección anterior un set de herramientas financieras que se utilizan en dichos países en las cuales subyacen el esfuerzo común y la necesidad de combinar las capacidades de distintos actores para crear nuevas alternativas para los diversos perfiles de inversores e iniciativas sociales. Aún así, se presentan varios desafíos que necesitan ser resueltos para satisfacer los objetivos individuales de todos los actores involucrados.

Argentina, si bien ha evolucionado en términos de la difusión de los negocios inclusivos como nuevo concepto superador de la mera idea de la dicotomía filantropía vs. persecución de objetivos financieros, todavía necesita trabajar arduamente en sentar las bases para promover un desarrollo financiero sustentable, ya que el mismo resulta clave para el surgimiento de nuevas estructuras financieras que acompañen las iniciativas sociales que se gesten en el país. Se analizarán a continuación los aspectos más relevantes que necesitan ser revisados al evaluar alternativas de financiación de negocios inclusivos (ver figura 12)

Figura 12. Evolución de los principales factores para la financiación de NI

Educación Financiera	●
Marco Institucional	●
Desarrollo del mercado de capitales/ Infraestructura financiera	●
Difusión del concepto de NI - Información	●

Fuente: Elaboración propia

Nota: ● Evolucionado, ● En vías de desarrollo, ● En etapa inicial

Educación Financiera

La condición necesaria para promover nuevos instrumentos de financiación es la educación financiera, ya que permite entender el funcionamiento de cada herramienta y su aplicación de acuerdo a un determinado contexto e iniciativa social. Resulta importante también para introducir variantes a las estructuras tradicionales en base a herramientas utilizadas en otras regiones y de esta manera expandir la oferta de alternativas de financiación. Una encuesta conducida por Centre for Financial Inclusion at ACCION International en Julio 2011, demuestra que 86% de los encuestados en América del Sur identificaron la educación financiera como factor clave para el desarrollo económico. Argentina posee sólidos profesionales en materia financiera y es reconocida en la región como proveedora de talento para el mercado financiero local e internacional.

Marco Institucional

Según el último informe publicado por el World Economic Forum (2011), Argentina se ubica en el puesto 53, evidenciando la clara debilidad en el marco institucional producto del bajo grado de liberalización del sector financiero, falta de gobierno corporativo y el pobre marco legal y regulatorio. La inestabilidad del sistema financiero representa adicionalmente un área de preocupación general, dado que el mismo es percibido como inestable. El acceso financiero al capital representa todavía uno de los principales desafíos para la ejecución de nuevas iniciativas sociales. La falta de apoyo de los diferentes niveles de gobierno a través de la promoción de políticas y regulaciones que permitan el surgimiento de nuevas

estructuras financieras, condiciona la utilización de herramientas como el Social Impact Bond impulsado en el Reino Unido, atenta contra la colaboración entre el sector privado y público y limita la atracción de capitales extranjeros.

Un robusto marco institucional también supone mecanismos de compensación/incentivos claros y transparentes, sólidos estándares de medición de objetivos financieros y sociales, credibilidad en la clase política, grado de burocracia y costos para efectivizar contratos legales, protección legal del inversor, incentivos impositivos para la financiación de negocios inclusivos, entre otros.

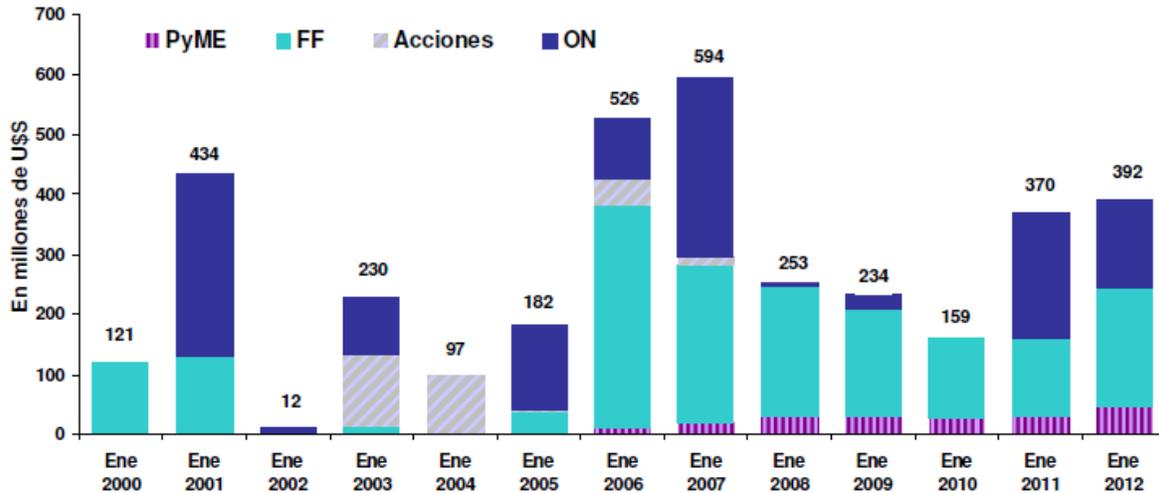
Desarrollo del mercado de capitales/Infraestructura financiera

El tamaño del mercado de capitales (acciones, deuda, derivados, monedas) y la oferta limitada de vehículos financieros condiciona claramente el desarrollo financiero de un país. Los inversores necesitan instrumentos que se ajusten a sus perfiles en términos de riesgo-retorno, horizonte de inversión, presión impositiva y liquidez. Argentina posee un mercado de capitales reducido en términos de capitalización bursátil y número de compañías listadas, principalmente orientado a bonos públicos nacionales y acciones de compañías nacionales, lo que resulta desalentador para el público inversor y para las empresas/emprendedores sociales que necesitan herramientas para financiar sus iniciativas. Esto pone de manifiesto la poca sofisticación de las herramientas disponibles, el poco lugar a la innovación, tan necesaria para llevar a la práctica negocios sociales y la falta de capitales de riesgo que en otras regiones resultan claves en una etapa inicial para el financiamiento de este tipo de negocios.

Argentina en los últimos años ha propiciado el crecimiento exponencial de fideicomisos (financieros, privados, forestales, inmobiliarios, de exportación, entre otros) como herramienta de financiación en el marco de la responsabilidad social corporativa, consolidándose como uno de los instrumentos más atractivos en el mercado local. Según datos del Instituto Argentino de Mercado de Capitales, el 53,2% del total financiado a Enero de 2012 se explica por la utilización de Fideicomisos Financieros (FF). En 2012 se colocaron 16 FF por U\$S 208,7 millones, correspondiendo el 6,1% a obras de infraestructura y 5,2% a obras

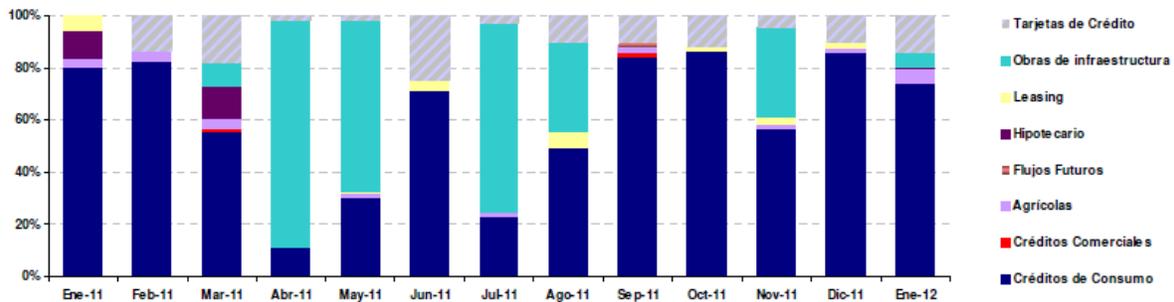
agrícolas (ver figura 13). Las mayores cantidades y montos colocados de FF, corresponden a grandes empresas, en su mayoría a corto plazo (hasta 1 año) a una tasa de corte promedio del 18,2% (ver figura 14).

Figura 13. Financiamiento total por tipo de instrumento por año



Fuente: Instituto Argentino de Mercados de Capitales, Enero 2012.

Figura 14. Tipos de Fideicomisos Financieros por año



Fuente: Instituto Argentino de Mercados de Capitales, Enero 2012.

Según una investigación conducida por PriceWaterHouse Coopers, los siguientes son algunos de los factores que condicionan la expansión de uso del FF como instrumento financiero:

- Diversificación de activos más allá de los créditos asociados al consumo para incluir cada vez en mayor medida flujo de fondos futuros e infraestructura.
- Extensión de plazos, dado que en su mayoría son FF de corto plazo (hasta 1 año). Esto se relaciona con lo comentado en el punto a).

- c) La posibilidad de utilizar el FF como vehículo para canalizar la inversión a más largo plazo dependerá de un contexto de previsibilidad económica y jurídica. Sin embargo, deberán considerarse los efectos de la inflación en estos tipos de títulos.
- d) Costos incrementales derivados del FF (impuesto a los débitos y créditos bancarios sobre el movimiento de fondos, honorarios de organización y colocación, gastos del proceso de calificación crediticia, gastos de mantenimiento y administración) hacen que solamente a partir de determinado volumen de fondos las ventajas en términos de costo financiero sean eficientes.

La atención a estos desafíos posibilitaría la expansión de este vehículo a diversos tipos de activos, satisfaciendo las necesidades de un mayor número de inversores e iniciativas sociales.

Difusión del concepto de Negocios Inclusivos – Información

Si bien Argentina no fue pionera en el desarrollo del concepto de negocios inclusivos, en los últimos años se ha evidenciado la popularidad de dicho concepto reforzado por la concientización sobre la responsabilidad social empresaria. Los Negocios Inclusivos surgen como alternativa de cooperación entre actores del sector privado, el sector público, organizaciones civiles y la base de la pirámide, para generar mayor valor económico a la vez que se incorporan nuevos sujetos anteriormente excluidos del sistema.

Según un estudio conducido por AVINA y el Instituto Argentino de Responsabilidad Empresaria, diversas organizaciones han implementado proyectos de negocios inclusivos que se encuentran en distintas etapas de desarrollo, a saber:

- Grupo Arcor: Programa de Compras Inclusivas Responsables. En 2006, Arcor puso en marcha este programa con el objetivo de promover la inclusión social y económica de grupos vulnerables que gestionan una actividad productiva, mediante su incorporación a la cadena de suministros de la empresa.

- **MANPOWER: Construyendo Puentes:** A través de esta iniciativa, Manpower involucra a sus clientes en la toma de compromiso activo con la práctica de la diversidad y la inclusión a través de sus decisiones de incorporación de personal.
- **LEVI'S:** Productos fabricados por una cadena textil integrada de actores de la economía social. La Fundación Levis Strauss y la licenciataria Leuru S.A. comenzaron a trabajar desde 2007 con la organización civil Otro Mercado al Sur. Esta organización articula a productores de algodón, una fábrica de tejido y un taller de confección – todos agrupados en distintas cooperativas en zonas rurales de Argentina – bajo los principios de comercio justo en un proyecto que se denominó Cadena Textil Solidaria (CTS). Gracias a un modelo de trabajo sostenido y conjunto, Levi's lanzó una campaña Eco con remeras producidas por actores de la economía social.

Estos son tan sólo algunos ejemplos de la difusión de los Negocios Inclusivos en Argentina. La implementación de un mayor número de iniciativas y su posterior estudio, contribuirán a seguir difundiendo este nuevo tipo de modelo de negocios.

Modelos de financiación utilizados en Argentina

A partir de las características del mercado argentino enunciadas anteriormente, se procedieron a analizar un set de herramientas financieras utilizadas en Argentina para financiar proyectos sociales/ambientales que resulten rentables.

Equitas Ventures⁷

Equitas Ventures es una sociedad anónima argentina, fundada para crear y administrar instrumentos y proyectos que contribuyan a potenciar y financiar a empresas argentinas con impacto en el desarrollo sustentable. Su misión radica en funcionar como una alternativa innovadora para el financiamiento de proyectos

⁷ <http://equitasventures.com/index2.html>

sociales y ambientales rentables, ofreciendo a los inversores la oportunidad de participar, a través de sus aportes, del proceso de desarrollo de empresas que contribuyan a la transición de Argentina hacia la sustentabilidad y equidad. El primer proyecto de Equitas Ventures es Equitas I, un fondo mixto (capital de riesgo y deuda) sustentable. Los inversores pueden ingresar con un mínimo de U\$S 10,000 de inversión, firmando una solicitud de adhesión al mismo. El lead investor de este primer fondo es Banco Columbia. Las empresas en las cuales invertirá el fondo son seis inicialmente, con impacto ambiental y social. Las inversiones se adecúan a la idiosincrasia y flujos de cada proyecto, por lo cual algunas se realizan a través de préstamos y otras a través de capital. La rentabilidad esperada del fondo es del 4% anual. El fondo tiene por contrato una duración de 10 años, pero los proyectos a invertir tienen una salida aproximada para el año 5. Los siguientes son los criterios de inversión enunciados por Equitas Ventures:

- Genera Patentes y/o propiedad intelectual
- Es escalable
- Es replicable en otras regiones dentro de Argentina y otros países
- Es innovador o contiene elementos innovadores en su modelo de negocios
- Es una nueva aplicación tecnológica
- El trabajo generado es inclusivo, no discriminatorio, realizado en condiciones dignas y adecuadamente remunerado
- El trabajo generado es local
- El trabajo generado es de largo plazo
- El producto o servicio apunta preferentemente a sectores en condición de vulnerabilidad social, aunque no excluyente
- El producto o servicio cubre una necesidad básica, aunque no excluyente
- La empresa promueve el desarrollo social y empresarial de su cadena de valor. La empresa trabaja junto a sus empleados para sumarlos en su compromiso y en la participación del negocio
- El proyecto ayuda a remediar el medio ambiente
- El proyecto ayuda a minimizar el impacto existente – 3 Rs (reducción, reutilización o reciclado)

- El proyecto ayuda a sustituir procesos contaminantes
- Adopción proactiva de los estándares internacionales de Ambiente, Salud, y Seguridad y Calidad

Los proyectos en los que el fondo invierte a) requieren un financiamiento entre U\$S 50,000 – U\$S 300,000 que tienen el potencial de generar impacto en el desarrollo económico y social de Argentina, b) tienen una mínima tasa de retorno esperada del 10%, c) disponen de un management excelente o con alto potencial.

Actualmente, en base al éxito de Equitas I, Equitas Ventures se encuentra desarrollando Equitas II en conjunto con Ashoka, con el fin de alcanzar retornos mediante la inversión en o financiamiento de proyectos con alto impacto social en Argentina, Uruguay, Paraguay, Bolivia & Chile. El fondo planea recaudar ~U\$S 10 millones y el retorno esperado asciende a 8% (net economic return) y 35%+(social return), en un plazo promedio de 5 años. El fondo planea financiar proyectos relativos al desarrollo de viviendas sociales, comercio justo, iniciativas para la BoP, sistema de salud accesibles. El sistema de financiamiento propuesto es flexible, ya sea mediante aportes de capital (aportes minoritarios con representación en el Directorio), deuda convertible o patient debt.

Fundación Pro-Vivienda Social⁸

Según Luis Basualdo, encargado del área institucional de la Fundación, sostiene que “se trata de un modelo de negocio inclusivo, sostenible de demanda, oferta y provisión de servicios de energía en el área del segundo cordón del Gran Buenos Aires, con la intención de poder replicar el modelo en otras comunidades”. La Fundación estructura parte de sus proyectos a través de un fideicomiso combinado con aportes reembolsables de bancos privados y organismos multilaterales y aportes no reembolsables de la Fundación. El primer proyecto que consistió en conectar 4200 familias en la zona de Moreno a la red de gas fue estructurado mediante un fideicomiso con el aporte del Fondo de Capital Social

⁸ <http://www.fpvs.org>

(FONCAP), ya que este mecanismo garantiza que se completen las obras de infraestructura. Según Gabriel Lanfranchi, Gerente de Planeamiento, “generamos ese instrumento, para que a través de la organización comunitaria -nuestra tarea y la de los vecinos- permita general confianza a un grupo inversor (...)”. En este tipo de proyectos, la ONG es fiduciaria de un fideicomiso el cual es creado por los mismos vecinos-fiduciantes y beneficiarios- Las familias adhieren a un contrato a pagar en 72 meses, por el costo total del tendido de la red externa y la conexión de gas hasta cada hogar. Es un modelo participativo donde cooperan distintos actores sociales con objetivos alineados.

Reflexiones y Recomendaciones

A partir del análisis de algunas de las herramientas financieras utilizadas en Argentina vs. US y Reino Unido, se puede advertir un claro contraste en términos del grado de desarrollo y variedad de los instrumentos disponibles, en función de los siguientes factores:

- Tamaño del mercado de capitales,
- Mayor experiencia en el armado de modelos de negocios para la implementación de iniciativas con impacto social/ambiental,
- Disponibilidad de múltiples fuentes de financiamiento,
- Existencia de un marco legal e institucional que brinda confianza a los inversores y promueve la participación conjunta de actores del sector público y privado, entre otros.

Es necesario comprender estas diferencias para no replicar modelos de negocios o herramientas financieras que probaron ser útiles en otras regiones, pero que sin embargo por las particularidades del contexto económico, social, cultural y político tendrían altas chances de fracasar en Argentina. O bien identificar cuáles son los avances de los que se necesitaría disponer y si existe un claro compromiso de los distintos actores sociales en conseguirlos y en que plazos podrían lograrse. No se debe caer en la tentación de ignorar las buenas prácticas de negocios de otras regiones por el mero hecho de ser diferentes, sino saber precisar bajo que

contexto podrían replicarse o que variantes es necesario introducir para que resulten útiles en un contexto con desafíos y oportunidades diferentes.

Argentina se encuentra dando los primeros pasos en cuanto al armado de estructuras de financiamiento para proyectos con alto impacto social/ambiental y por ende necesita brindarle a los inversores y emprendedores sociales confianza de que sus objetivos serán alcanzados mediante los instrumentos propuestos y que los mismos deben ser diseñados a partir del esfuerzo conjunto de los actores sociales involucrados, para no perder la perspectiva global. Para ello se necesita un claro track record de los proyectos financiados, lo que implica un mayor flujo de información a través de la creación de canales formales como ser sociedades civiles u organismos oficiales o privados, que contribuyan a generar credibilidad y mejorar la escala del financiamiento, para que estos proyectos resulten atractivos para diferentes perfiles de inversores. Esto muchas veces es complicado, dado que el financiamiento es otorgado a compañías privadas que legalmente no están obligadas a informar sus resultados, por lo que sólo se cuenta con la predisposición del inversor o compañía a revelar sus logros financieros y sociales. Se debe pasar del formato de caso de estudio a una sistematización de la información sobre la gran cantidad de iniciativas que se han implementado y cómo evoluciona su performance financiera y social – respecto de este último punto las regiones más desarrolladas han presentado grandes avances para la creación de métricas sociales que puedan ser difundidas al público inversor. Este marco será clave para atraer inversores institucionales de gran escala que necesitan informar sobre el destino de sus fondos y performance de sus inversiones y de esta manera promover el financiamiento de un mayor número de proyectos. Las universidades y fundaciones podrían funcionar como importantes incubadoras de este tipo de iniciativas, estableciendo un proceso transparente de evaluación, medición, y transmisión de resultados. Si bien se han implementado varios proyectos que contribuyen a la difusión de información, aún resta mucho por hacer.

Este nuevo cambio de paradigma necesita ir acompañado de regulación y políticas que aporten un marco de transparencia, tal como sucede con otros instrumentos financieros, pero considerando las particularidades de los negocios con alto

impacto social/ambiental, sin que esto recaiga en una excesiva carga para aquellos actores que quieren iniciarse en este tipo de proyectos (ej. Aliviando la carga impositiva).

Argentina, a pesar de la relativa juventud de la industria, ha demostrado estar conduciéndose hacia el desarrollo de nuevas alternativas de financiación para negocios con alto impacto social/ambiental, principalmente de la mano de Equitas Ventures. Si hacemos el paralelo con las regiones más desarrolladas, Bridges Ventures plantea un modelo similar para sustentar proyectos sociales/ambientales con un buen track record en términos de performance y objetivos sociales alcanzados. El desafío es continuar difundiendo el modelo para captar inversores que deseen integrar fondos y de esta manera poder financiar un mayor número de proyectos, lo que expandirá el área de impacto de este nuevo instrumento. A medida que el instrumento continúe profesionalizándose, será necesario estructurar un sólido sistema de reporte donde se expongan los criterios de evaluación de los proyectos y se brinde resultados del seguimiento de las inversiones. Un claro desafío generalmente planteado por los inversores es el retorno financiero esperado, ya que la mayor parte de estas iniciativas ofrecen retornos por debajo del promedio del mercado lo que genera tensiones para los inversores institucionales y remite al conflicto Impact First vs. Financial First. Otra cuestión planteada es el grado de liquidez de los instrumentos, ya que las estrategias de salidas esperadas por el inversor muchas veces entran en conflicto con la pretendida por el inversor social, así como también los horizontes de inversión. Por ello este nuevo tipo de instrumentos financieros, necesitan que ambas partes trabajen juntas en el diseño de las particularidades de la herramienta a partir de entender las motivaciones de los actores involucrados, introduciendo innovaciones disruptivas y generando verdaderos ecosistemas financieros.

Otro de los instrumentos utilizados en la Argentina es el fideicomiso. El mismo no debe verse como un instrumento totalmente independiente al modelo propuesto por Equitas Ventures, sino como una alternativa adicional al momento de estructurar la financiación en un proyecto con impacto social/ambiental. Si bien es

popular el uso de esta herramienta para securitizar créditos al consumo, es un desafío continuar profundizando su uso para financiar emprendimientos productivos que requieren un mayor horizonte de inversión y por ende necesiten un mayor plazo para generar los fondos que se utilicen para el repago. Las diversas normativas a las que la figura está sujeta (Unidad de Información Financiera, AFIP – Ley 24.441, BCRA para inversores no residentes) podrían desalentar el uso de la misma, factor que no se constata según los últimos datos reportados. Otros factores a considerar es la incertidumbre a nivel impositivo de la figura y los costos de estructuración para pequeños negocios.

Argentina necesita continuar profundizando el modelo iniciado por Equitas Ventures para llegar a un mayor número de inversores y emprendedores sociales, asimilando buenas prácticas de negocios de actores como Bridges Ventures. En base al análisis de los factores descriptos anteriormente sumado a que todavía la industria se encuentra en vías de desarrollo, no se considera que se puedan replicar instrumentos como Social Impact Bond o Philanthropic Bond. Los mismos requieren un alto compromiso del sector público y un claro sistema de medición del impacto social, sumado a un track record de performance consistente. Estos vehículos requieren de una ingeniería financiera sofisticada y Argentina necesita demostrar en un primer estadio que los actores sociales están familiarizados con las herramientas existentes y su uso ha sido ampliamente difundido, para agregar complejidad al proceso de financiación. Probablemente a través del trabajo conjunto entre inversores, emprendedores sociales, sociedad civil y sector público los negocios inclusivos cobren madurez y Argentina también pueda funcionar, en un futuro próximo, como incubadora de nuevas herramientas financieras que sirvan de estudio y aplicación para el resto del mundo.

■ Parte 6: Conclusiones Finales

El surgimiento de los negocios inclusivos como un nuevo modelo de negocios sustentable que alinea multiplicidad de intereses, necesita de instrumentos financieros innovadores que sean funcionales a las características propias del modelo. Los instrumentos financieros tradicionales, como ser deuda o aportes de capital, han demostrado ser insuficientes al momento de alocar capital en proyectos con alto impacto social/ambiental y a su vez generar retornos para el inversor. Es por ello, que se han desarrollado nuevas estructuras con base en la deuda o capital que puedan contemplar esta doble motivación. Nacen así los bonos sociales, esquemas de financiamiento que combinan donaciones con inversiones con fines filantrópicos y fondos comunes con criterios de inversión, entre otros. Los mismos han probado ser eficientes en aquellos casos donde se han aplicado a partir de haber comprendido las motivaciones intrínsecas del inversor como ser retorno financiero esperado, propensión al riesgo, liquidez y las necesidades del proyecto. Se cree que esto es clave, dado que la eficiencia del instrumento financiero necesita evaluarse en un contexto, analizando un proyecto particular, en un mercado y orientado a un grupo de inversores. El éxito en la financiación e instrumentación de un proyecto, no debe extrapolarse directamente sin antes analizar los objetivos de los inversores, necesidades del proyecto y características del mercado donde se desarrolle. Este fue el objetivo primario del trabajo, al estudiar nuevos instrumentos financieros que surgieron en países desarrollados y fueron aplicados con éxito, pero que al evaluar su replicabilidad en Argentina, se han detectado características económicas, sociales y políticas de este mercado, que dificultan su aplicación en la actualidad.

Un marco institucional inestable, un pequeño y poco sofisticado mercado de capitales, infraestructura financiera en desarrollo y la socialización cada vez mayor de los negocios inclusivos, generan que Argentina no pueda replicar en la actualidad esquemas de financiamiento con bonos sociales (como el Reino Unido) o esquemas híbridos con inversiones filantrópicas, que han resultado viables y eficientes en otras regiones. El poder demostrar que iniciativas como Equitas

Ventures o modelos con base en fideicomisos prueben ser eficientes en generar impacto social/ambiental y retorno para el inversor, es el estadio inicial para un país joven que intenta cambiar el paradigma clásico del mundo de los negocios.

El trabajo conjunto entre inversores, emprendedores sociales, sociedad civil y sector público para comprender las motivaciones y objetivos individuales será la base para que los negocios inclusivos cobren madurez y que Argentina también pueda explorar, en un futuro próximo, la aplicación de una mayor diversidad de herramientas financieras que puedan satisfacer a un mayor número de inversores y canalizar multiplicidad de proyectos.

Fuentes consultadas

- Bridges Ventures, Parthenon Group, Global Impact Investing Network (2009). *Investing for Impact, Case Studies Across Asset Classes*.
- Center for Global Development. (2010). *More than Money, Impact Investing for Development*. Simon, J. & Barmeier, J.
- Centre for Financial Inclusion at ACCION International (Julio 2011). *Opportunities and Obstacles to Financial Inclusion*. Gardeva, A., Rhyne, E.
- ClearlySo (Julio 2011). *Investor Perspectives on Social Enterprise Financing*. City of London Corporation, City Bridge Trust, Big Lottery Fund.
- CSR Initiative, Harvard Kennedy School (2011). *Tackling Barriers to Scale: From Inclusive Business Models to Inclusive Business Ecosystems*. Gradhl, C., Jenkins, B.
- Instituto Argentino de Mercado de Capitales (Enero 2012). *Financiamiento a través del Mercado de Capitales*.
- J.P. Morgan Global Research (Noviembre 2010). *Impact Investments an Emerging Asset Class*. O'Donohoe et al.
- Musso, N., Ulla, L. (Septiembre 2010). *Negocios Inclusivos. Casos de Buenas Prácticas Nacionales*. Córdoba: IARSE.
- Next Billion (2010). *Negocios Inclusivos*. Shona, G.
- Next Billion (2009). *Desarrollo y Negocios Inclusivos*. Daniel González
- Prahalad, C.K. (2004). *The Fortune at the Bottom of the Pyramid: Eradicating Poverty Through Profits*. India: Pearson Power.
- PriceWaterHouseCoopers (2007). *Fideicomisos (Publicación Nro. 6)*. Argentina: CEO Argentina
- Social Finance (March 2010). *Towards a new social economy. Blended value creation through Social Impact Bonds*. Bolton, E., Savell, L.
- The Monitor Institute (2009). *Investing for Social and Environmental Impact*. Freireich, J., Fulton. K.
- World Economic Forum (2011). *The Financial Development Report*.

■ Anexo N°1: Cuestionario Base

Expectativas de retorno financiero en inversiones con alto impacto social

<i>Si realizara inversiones con alto impacto social/ambiental, ¿Consideraría obtener resultados financieros?</i>	Si, comparable a una inversión tradicional	Si, pero menores a una inversión tradicional	Retorno del principal, como mínimo	No, no espero retornos financieros	No sabe	Total
Total	19	10	5	1	2	37
Porcentaje	51%	27%	14%	3%	5%	

Impact First vs. Financial First

<i>La decisión de inversión se basó principalmente en criterios de "impact first" o "finance first"?</i>	Impact first	Finance first	Combinación	La diferencia no es importante	Total
Total	2	7	12	0	21
Porcentaje	10%	33%	57%	0%	

Principales barreras que condicionan la decisión de inversión

<i>¿Cuáles son los principales obstáculos para realizar inversiones con alto impacto social/ambiental?</i>	Liquidez	Deberes fiduciarios	Dificultad para tradear	Retornos financieros esperados	Retorno social difícil de cuantificar	Proposición de inversión débil	Otros	Total
Total	69	3	35	90	61	80	34	372
Porcentaje	19%	1%	9%	24%	16%	22%	9%	

Factores más atractivos que deben poseer los instrumentos financieros para financiar NI

<i>Ranking: 1=Alto; 5=Bajo</i>	1	2	3	4	5	Total
Retorno Financiero esperado-Total	19	9	2	2	0	32
Porcentaje	59%	28%	6%	6%	0%	
Percepción del Riesgo-Total	18	10	3	1	0	32
Porcentaje	56%	31%	9%	3%	0%	
Monto de Inversión-Total	2	10	10	4	0	26
Porcentaje	8%	38%	38%	15%	0%	
Liquidez-Total	3	8	10	5	0	26
Porcentaje	12%	31%	38%	19%	0%	
Ranking: 1=Alto; 5=Bajo	1	2	3	4	5	Total

UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA
Escuela de Negocios 2010

Metodología para medir impacto social-Total	3	10	8	1	1	23
Porcentaje	13%	43%	35%	4%	4%	
Estructura del vehículo-Total	3	15	7	0	0	25
Porcentaje	12%	60%	28%	0%	0%	
Propósito Social-Total	8	6	6	2	1	23
Porcentaje	35%	26%	26%	9%	4%	
Incentivos Fiscales-Total	1	5	4	0	7	17
Porcentaje	6%	29%	24%	0%	41%	

Principales desarrollos para promover la inversión en negocios con alto impacto social

¿Cuáles deberían ser los principales desarrollos para promover la inversión en negocios con alto impacto social/ambiental?	<i>Track Record</i> financiero	<i>Track Record</i> social	Metodología estándar de medición de variables	Acceso a vehículos de inversión a través del mercado	Agrupación congruente de productos para canalizar inversiones sociales	Posibilidad de negociación de los vehículos de inversión en el mercado	Otros	Total
Total	108	80	62	61	19	27	0	357
Porcentaje	30%	22%	17%	17%	5%	8%	0%	