Los Fondos de Inversión Cerrados y la inversión de impacto en Bolivia

Caracterización y Perspectivas

Alejandra Baldivia R.

Febrero de 2022

Los Fondos de Inversión Cerrados y la inversión de impacto en Bolivia

Caracterización y Perspectivas

In partnership with Canada
IES INNOVACIÓN EN EMPRESARIADO SOCIAL
FUNDACIÓN SOLYDES
FUNDA·PRÓ FUNDACIÓN PARA LA PRODUCCIÓN

Tabla de contenido

05
Prólogos

08
Presentación

09
Introducción

11
Finanzas sostenibles e inversión de impacto: breve conceptualización

14
Inversión de impacto en el mundo

17
El contexto latinoamericano

18
Los Fondos de Inversión Cerrados (FIC) y la inversión de impacto en Bolivia

Metodología

Caracterización de los Fondos de Inversión Cerrados en Bolivia

Los FIC y sus emisores

Los FIC, su incursión a las finanzas sostenibles y la inversión de impacto en Bolivia

28
La cooperación Internacional

29
Conclusiones

32
¿Cómo avanzamos?

34
Glosario

35
Anexos A, B y C

Prólogos

No cejaremos en este esfuerzo

Después de cinco años de haber publicado el primer estudio sobre Fondos de Inversión en Bolivia (y siete de haber presentado el estudio de Latinoamérica), la Fundación IES se ha permitido convocar de nuevo a varios actores relevantes para ver el estado de la situación en este tema.

Como siempre, hemos tenido la grata compañía de otras instituciones, tanto para financiar el proyecto como para participar de las encuestas y entrevistas.

A las motivaciones iniciales para hacer el primer estudio se sumó la sensación que tenemos –muchas veces– de que cada institución es un ente solitario que trata de lograr el mayor impacto posible en medio de otras instituciones –igualmente solitarias– que buscan lo mismo. También sentimos que la falta de comunicación entre los actores privados, los entes de regulación y las instancias públicas, hacen tremendamente difícil el logro de resultados y la generación de instrumentos que multipliquen el impacto. Por eso nos empeñamos en este segundo estudio.

En IES siempre decimos: "Nadie valora lo que no entiende y nadie entiende lo que no conoce" y "Sólo la confianza crea valor". Y por ello –porque creemos en lo que decimos– persistimos en el empeño de aportar a partir de generar datos y vínculos que nos permitan conocernos, entendernos, generar confianza y crear valor para las instituciones y para la sociedad. No cejaremos en este esfuerzo.

Espero que la lectura de este documento y sus conclusiones nos impulsen a todos a trabajar más unidos para transformar la realidad y ser un sector fundamental para crear mejores oportunidades para las bolivianas y bolivianos que se animan a soñar y hacer sus sueños realidad a través de sus empresas.

Juan Carlos Iturri
Fundación IES

Que nos convoque el cambio

Las crisis cambian las reglas de juego, permiten cuestionar los paradigmas que se impusieron a través de la evolución de los acontecimientos pasados que condicionan nuestro presente y futuro por la influencia que tienen en la forma de pensar de las personas y en el actuar de las sociedades.

Los cambios que están sucediendo en la naturaleza y en la sociedad debieran convocar nuestra atención, la conciencia colectiva de la humanidad, si así se pude denominar a un sentido común colectivo que nos conduzca a enfrentar cambios, nuevos destinos en los que podamos actuar para que nuestras condiciones de vida sean mejores a las anteriores.

Este enfoque propositivo hacia los eventos que están sucediendo ha permitido que instituciones como la Fundación para la Producción, FUNDA-PRÓ, pueda contribuir, a lo largo de su vida institucional, a mejorar las condiciones de los cientos de miles de bolivianos a los que ha tenido el privilegio de servir.

Parafraseando a Amit Bouri –CEO de Global Impact Investing Network–, hay que decir que el impacto en la salud, sin precedentes en la historia reciente, demanda mejores sistemas de salud; que la pérdida de empleo demanda la creación de nuevas alternativas laborales; y que la degradación de los hábitats naturales demanda acciones de recomposición de los ecosistemas naturales. Y hay que decirlo porque todo esto afecta a los seres vivos más vulnerables.

Para dar respuesta a estas urgencias se requiere que las personas e instituciones puedan actuar como agentes de cambio, y es en este espacio en el que se sitúa FUNDA-PRÓ, siempre dispuesta a generar adicionalidad, mejorar las condiciones de vida de los menos favorecidos y proyectar un mejor futuro para todos.

FUNDA-PRÓ se sumó al apoyo del presente estudio con el objetivo de entender si se ha avanzado en la Inversión de Impacto en Bolivia desde el año 2016, cuando se publicó una primera versión del estudio. Se trata, al mismo tiempo, de esbozar la ruta que se podría seguir como sociedad para obtener mejores resultados de esta modalidad de Inversión.

Agradecemos a nuestros aliados con los que hemos compartido el desarrollo del estudio y nuestra mayor gratitud para todos los que han aportado a develar la realidad en la que se encuentra la Inversión de Impacto en Bolivia.

FUNDA-PRÓ

Una contribución a los desafíos

Desde hace más de tres décadas que la Fundación SOLYDES demuestra su vocación y compromiso en la lucha contra la pobreza y creación de empleo en Bolivia, a través de la ejecución de proyectos innovadores e iniciativas conducentes a la inclusión financiera y social de los sectores más vulnerables de la población.

La misión de la Fundación SOLYDES es la de crear mecanismos sostenibles para masificar el impacto social y medioambiental en diferentes áreas, incluyendo las de tecnología, energía, educación, salud, microfinanzas y medio ambiente. En este sentido, los proyectos de impacto de la Fundación Solydes están alineados a los criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG), a los indicadores de impacto de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), y a la Agenda Patriótica del Estado boliviano.

Mediante este enfoque, Solydes ha instaurado soluciones sostenibles con impactos tangibles que demuestran el éxito de su modelo y la necesidad de fomentar un ecosistema enfocado en inversiones de impacto a nivel nacional. En este sentido, el estudio *Los Fondos de Inversión Cerrados y la inversión de impacto en Bolivia. Caracterización y perspectivas*, contribuye al desarrollo de fondos de impacto efectivos para la elaboración de políticas públicas que incentiven la canalización de recursos de manera sostenible en Bolivia.

En esta línea, valoramos profundamente la investigación llevada a cabo porque permite una adecuada comprensión de los desafíos de los mercados financieros de impacto en Bolivia y los mecanismos para su fomento.

Fundación SOLYDES

Presentación

La Fundación Innovación en Empresariado Social –Fundación IES–, con el apoyo de la Cooperación Canadiense y la colaboración de la Fundación para la Producción (FUNDA-PRO) y de la Fundación Solidaridad y Desarrollo Productivo Sostenible (SOLYDES), ha gestionado la elaboración de esta segunda versión del estudio sobre los fondos de inversión en empresas en Bolivia con el propósito de aportar a la generación de información útil para el análisis y la toma de decisiones.

El objetivo de este trabajo es actualizar el estudio realizado en 2016[1] para entender la evolución del tejido de actores involucrados con la inversión en empresas en Bolivia e identificar sus problemas y oportunidades, haciendo énfasis en su comprensión y prácticas de la gestión de impacto.

A tiempo de presentar este estudio, corresponde agradecer a todas las personas e instituciones (listadas a continuación) que con gran apertura colaboraron brindando información para la elaboración de este documento:

ALIANZA SAFI S.A.
BNB SAFI S.A.
CAPCEM SAFI S.A.
CREDIFONDO SAFI S.A.
CAPITAL + SAFI S.A.
FIPADE SAFI S.A.
FORTALEZA SAFI S.A.
LOCFUND NEXT
PANAMERICAN SAFI S.A.
SAFI MERCANTIL SANTA CRUZ S.A.
SANTA CRUZ INVESTMENTS SAFI S.A.
MARCA VERDE SAFI S.A.
TRASLADAR S.A.
MARCA VERDE SAFI S.A

PNUD
Cooperación Sueca
Cooperación Suiza
Embajada de Estados Unidos en Bolivia
Embajada del Reino Unido
Cooperación Canadiense en Colombia
IDRC/CANADÁ
FINDEV Canadá
Agencia Francesa de Desarrollo en Bolivia
ONU Mujeres
Banco Mundial
Interamerican Financial Corporation IFC
BID Lab
PROPARCO (Brazo privado del Grupo de Desarrollo de la Agencia Francesa)
BID Invest
Fundación para el Desarrollo Productivo y Financiero PROFIN

1 Fondos de inversión en empresas en Bolivia. Características, problemas y oportunidades comunes. La Paz: Fundación IES, noviembre de 2016.

Introducción

La inversión de impacto es un fenómeno global que se ha posicionado en la agenda de desarrollo social, tanto en países desarrollados como en aquellos en vías de desarrollo, como resultado de un cambio de paradigma en el mundo respecto del rol de las inversiones y el mercado de capitales. Un texto publicado en México señala que la inversión de impacto nace de *la necesidad de evaluar no solo el retorno de las inversiones, sino el propósito de las mismas*[2]. Este cambio de paradigma es consecuencia, a su vez, de una creciente demanda del mercado de capitales y de la sociedad en su conjunto, ante el deterioro del medio ambiente y la crisis social y sanitaria que se hizo más evidente con la pandemia COVID-19. De hecho, el 85 por ciento de los encuestados por el *Annual Impact Investor Survey* (AIIS, 2020), elaborado por el *Global Impact Investing Network* (GIIN), identifica como motivación para hacer inversiones de impacto la necesidad de "atender a la demanda de sus clientes". En línea con esto, la Agenda de Desarrollo Sostenible 2030 busca canalizar la inversión y el capital privado para cumplir con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) planteados por las Naciones Unidas en 2015. Esto supone que las estrategias de inversión se adapten de manera tal que, además de rentabilidad, generen resultados sociales y ambientales positivos.

En Bolivia, el vínculo entre el sector financiero y el desarrollo sostenible se hizo evidente hace más de dos décadas, con la incursión del sector financiero en las microfinanzas que, entre otras cosas, logró ensanchar su base de clientes de manera rentable y sostenible a partir de criterios de equidad y solidaridad. Las microfinanzas tuvieron un significativo impacto en la medida en que lograron atender masivamente a sectores de la población que no podían acceder a financiamiento tradicional debido a la escala de sus operaciones. Su presencia en el país incidió notablemente en la generación de empleo y, por lo tanto, en la generación de ingresos. Y si bien las microfinanzas no dieron solución a la brecha socioeconómica existente en Bolivia, y menos a los desafíos ambientales que enfrenta, no cabe duda que fueron pioneras en utilizar herramientas financieras para atender problemas de desarrollo.

La inversión de impacto es aún incipiente en Bolivia. Es un desafío que abre una serie de oportunidades, no solo respecto del desarrollo de nuevos y diversos productos financieros y oportunidades de negocio, sino también en cuanto a nuevas formas de encarar el desarrollo sostenible. El sector financiero tiene una significativa incidencia en la economía y, por ello, un importante potencial de generar impacto. Parece entonces pertinente conocer la dinámica y perspectivas de uno de los principales actores del ecosistema de inversión en el país, los Fondos de Inversión Cerrados (FIC).

¿En qué invierten los Fondos de Inversión Cerrados? ¿Existe inversión de impacto en Bolivia? ¿Cuál es el nivel de conocimiento e interés de los fondos de inversión sobre el tema? ¿Cuáles son las perspectivas de involucramiento del sector no lucrativo? El trabajo que se desarrolla a continuación trata de atender, al menos en parte, estas y otras interrogantes

2 *La Inversión de Impacto en México. Agenda de un mercado en crecimiento.* Ciudad de México: Alianza por la Inversión de Impacto México, AII MX, octubre de 2018.

a partir de una caracterización de los Fondos de Inversión Cerrados en Bolivia, no profundiza en detalles técnicos y operativos, puesto que la naturaleza del estudio es más de sistematización y difusión.

Corresponde mencionar aquí, que el presente estudio contó con el apoyo de Ramiro Sandagorda, para el procesamiento y sistematización de datos, y con la lectura desinteresada y crítica de Cecilia Arandia y Pedro Von Vacano.

Finanzas sostenibles e inversión de impacto: breve conceptualización

El término finanzas sostenibles es bastante amplio. Es un enfoque de inversión que considera criterios sociales, ambientales y de buen gobierno corporativo en la selección y administración de portafolios de inversión. La base de las finanzas sostenibles son los criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG) que, en primera instancia, se pueden considerar para mitigar riesgos (inversión responsable) y, posteriormente, para contribuir a soluciones (inversión de impacto). La forma más común de adoptar el enfoque de finanzas sostenibles es a través de la integración de criterios ASG en los procesos de inversión.

La inversión de impacto es un segmento pequeño pero bastante dinámico del universo de inversión sostenible y responsable. Es aquella inversión que, de forma explícita e intencional, busca generar un impacto ambiental y/o social medible, además de un retorno financiero. La inversión de impacto puede realizarse de forma transversal en cualquier industria o sector, puesto que se trata de un tipo de inversión, y no de un nicho de mercado.

La práctica de la inversión de impacto está caracterizada por tres elementos fundamentales: la *intencionalidad*, la *medición* y el *rendimiento* financiero.

Intencionalidad

La *intencionalidad* refiere el propósito que motiva una inversión, y para ser considerada "de impacto", tanto el propósito como sus objetivos deben estar explícitamente definidos desde su concepción. El concepto de *intencionalidad* está estrechamente relacionado con los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) que impulsa Naciones Unidas desde el año 2015. La mayor parte de los inversores de impacto utilizan los ODS como marco de referencia para alinear sus propios objetivos y canalizar capital hacia esos propósitos. La *intencionalidad* es una condición necesaria, pero no suficiente, para garantizar que una inversión genere impacto. Para ello, hace falta algo fundamental: la *medición*.

Medición

La *medición* es probablemente el criterio más exigente de la inversión de impacto porque representa el compromiso de los gestores de cuantificar y reportar sobre el desempeño de sus inversiones. La medición garantiza la transparencia, y la rendición de cuentas permite comprobar que los recursos invertidos generan impacto. Los indicadores utilizados para cuantificar el impacto varían de acuerdo a los objetivos de cada inversión y/o proyecto y reflejan la intención del inversionista. Generalmente, las mejores prácticas de *medición* implican[3]:

3 https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing.

- Establecer y declarar objetivos sociales y ambientales a las partes interesadas.
- Instituir indicadores y metas de desempeño relacionadas con los objetivos planteados, utilizando, siempre que sea posible, métricas estandarizadas.
- Determinar el seguimiento y gestión del desempeño del dinero invertido en relación a los objetivos.
- Informar sobre el desempeño social y ambiental de las inversiones a las partes interesadas.

La *medición* ha evolucionado significativamente durante la última década. Entre las herramientas y marcos de trabajo que más utilizan los inversores de impacto están el *Impact Reporting and Investments Standrads* (IRIS) y el *Impact Management Project* (IMP).

El *Impact Reporting and Investments Standrads* (IRIS), creado por el *Global Impact Investing Network*, GIIN, es una de las metodologías más utilizadas a nivel mundial[4]. Esta metodología proporciona indicadores estandarizados de desempeño social, ambiental y financiero, para definir, rastrear y reportar el rendimiento del capital de inversión. Está dirigido principalmente a inversores en fondos, inversores directos y empresas que tienen como principal motivación generar impacto social y/o ambiental. El IRIS proporciona un catálogo de términos de impacto comúnmente reportados que se puede utilizar para describir el rendimiento de una organización. Entre 2018 y 2019, el IRIS ha evolucionado a IRIS+, un sistema que ayuda a los inversionistas a traducir sus intenciones de impacto en resultados, y de esta manera enmarcar sus objetivos dentro de categorías de impacto comunes, como los ODS. Este sistema proporciona una base de evidencia para informar sobre teorías de cambio y ofrece una serie de indicadores clave para evaluar el progreso hacia los objetivos de impacto.

El *Impact Management Project* (IMP), por su parte, es el resultado de un esfuerzo colaborativo de más de dos mil profesionales de diferentes disciplinas y zonas geográficas para acordar los fundamentos en común sobre la forma en que se entiende, se mide y se gestiona el impacto, así como las metas y el desempeño asociados al mismo. Este proyecto establece la gestión y procesos necesarios para cumplir con objetivos financieros y de impacto, y recolecta información acerca de la experiencia de las personas en el planeta para poder mejorarlo continuamente[5].

Respecto a los desafíos que enfrenta el mercado de inversión de impacto en los próximos cinco años, y pese a los avances en términos de medición, el 66 por ciento de los encuestados del *Annual Impact Investor Survey* (AIIS, 2020) identificó al "impact washing"[6] como el más importante de esos desafíos; el 35 por ciento de esos mismos encuestados señala la incapacidad para demostrar resultados de impacto como otro de los desafíos; y el 34 por ciento

4 El IRIS es utilizado por el 46 por ciento de los encuestados por el Annual Impact Investor Survey (AIIS 2020) del Global Impact Investing Network, GINN.

5 https://impactmanagementproject.com/.

6 El término "impact washing" refiere la práctica de una empresa o fondo cuando afirma generar impacto sin tener realmente evidencia que lo pruebe. Otros términos que indica esa misma práctica son: "Greenwashing" y "Blue Washing".

destaca la incapacidad para comparar resultados de impacto como otro de los retos en los siguientes años.

Estos datos ponen en evidencia la necesidad de contar con información comparable para poder avanzar en la medición de inversión de impacto.

Rendimiento

El *rendimiento* es el elemento que diferencia la inversión de impacto de la filantropía. Expresa el propósito de la inversión de obtener *rendimiento* financiero, independientemente de la motivación que la genere. Las expectativas respecto a dicho *rendimiento* varían de acuerdo a los objetivos estratégicos de cada inversionista: algunos buscan tasas por debajo de las del mercado, otros esperan un *rendimiento* similar al del mercado, y otros buscan tasas de *rendimiento* incluso superiores a las que ofrece el mercado (esto es lo que opina el 67 por ciento de los inversionistas según el AIIS 2020). De hecho, existen estudios que han demostrado que las inversiones de impacto pueden tener igual o mayor *rendimiento* financiero que las inversiones tradicionales, e incluso ser más resilientes a *shocks* negativos (la pandemia COVID-19, por ejemplo)[7].

7 Point of view: ESG Desmitificando las inversiones de impacto. Deloitte, abril de 2021.

Inversión de impacto en el mundo

De acuerdo al *Global Impact Investing Network,* GIIN, la industria de la inversión de impacto presente tanto en mercados desarrollados como en mercados emergentes, sigue siendo diversa en términos geográficos, de tipo de activos y enfoque, y ha crecido a lo largo del tiempo tanto en profundidad como en sofisticación. Utilizando como indicador de tamaño de mercado el monto de Activos Administrados (AUM, *Assets Under Management*), el AIIS 2020 estima que, hasta fines de 2019, más de 1.700 organizaciones administraban $US 715 mil millones en AUM de inversión de impacto. De este total, el 54 por ciento está administrado por gestores de activos (*asset managers*), el 36 por ciento por Instituciones Financieras de Desarrollo (IFD), y el diez por ciento por fondos de pensión, *family offices*, fundaciones y otros.

El crecimiento y maduración del mercado de inversiones, resultante de una mayor demanda por este tipo de inversiones, ha implicado también una mayor exigencia por una medición y gestión de impacto más sofisticada. Los inversionistas se han esforzado para medir y gestionar el impacto de manera más rigurosa[8], utilizan una amplia variedad de herramientas y sistemas disponibles en la industria para establecer objetivos de impacto así como para medir e informar sobre su desempeño.

Los ODS han cobrado importancia en la industria de la Inversión de impacto tanto para fines de planificación estratégica como de medición: el 73 por ciento de los inversionistas utiliza los ODS para al menos un propósito. De los 17 ODS (Gráfico 1), los seis ODS a los que más alinean objetivos de impacto los inversionistas son: Trabajo decente y crecimiento económico (71%), Fin de la pobreza (62%), Salud y bienestar (59%), Reducción de desigualdades (58%), Energía limpia y asequible (57%) e Igualdad de género (56%)[9] .

8 El 88 por ciento de los encuestados por el Reporte Anual de Inversión de Impacto 2020 del GIIN, reveló que sus organizaciones han sido más rigorosas en sus prácticas de medición de impacto (IMM).

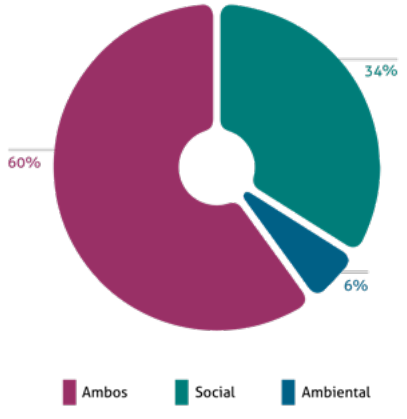
9 Annual Impact Investor Survey. Tenth Edition. GIIN 2020.

Gráfico 1
Propósitos de impacto alineados a los ODS

Fuente: Annual Impact Investor Survey, GIIN 2020.

Si bien las motivaciones que conducen a realizar inversiones de impacto son varias y diversas, en términos generales, el 60 por ciento de los inversionistas se enfoca tanto en impacto social como ambiental: el 34 por ciento se enfoca solo en el impacto social, y el seis por ciento se concentra únicamente en impacto ambiental[10] (Gráfico 2).

Gráfico 2
Motivaciones para hacer inversión de impacto

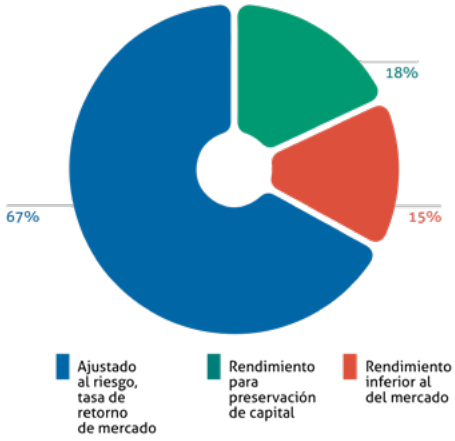


Fuente:. Annual Impact Investor Survey, GIIN 2020.

10 *Ibídem*

Por otro lado, el Gráfico 3 (elaborado en base a datos del GIIN 2020) da cuenta de que, si bien los inversionistas de impacto apuntan a rendimientos financieros dentro de un espectro que va desde la preservación del capital hasta la tasa de mercado, la mayoría de los encuestados en esta muestra apuntan a rendimientos ajustados al riesgo, similares al del mercado.

Gráfico 3
Objetivos de rendimiento financiero



Fuente: Annual Impact Investor Survey, GIIN 2020.

Las inversiones de impacto pueden instrumentarse de diversas formas. Los principales instrumentos que han sido utilizados por los actores de este mercado son[11]:

- Bonos temáticos (verdes, sociales y/o de sostenibilidad) que se emiten con el fin de captar recursos para proyectos específicos que incidan de forma positiva a nivel social y/o ambiental.
- Fondos de inversión de impacto que utilizan:
    - ◊ *Préstamos* (deuda), a través de los cuales financian proyectos y empresas capaces de generar cambios positivos en términos sociales o ambientales.
    - ◊ *Equity*, que se refiere a inversiones de capital mediante las cuales los inversionistas adquieren participaciones (generalmente minoritarias en empresas) para direccionar inversiones de impacto.
    - ◊ *Mezzanine*, un instrumento con estructuras de capital híbridas que incorporan componentes de deuda y de *equity* según el desempeño de las inversiones.
    - ◊ Movilización de capital, que consiste en captar capital de terceros y canalizarlo hacia proyectos de inversión de impacto.
    - ◊ Garantías, que se emplean para avalar determinadas inversiones y así mitigar el riesgo que enfrentan los inversionistas.
- Bancos de desarrollo, que operan de forma directa aunque también invierten en bonos y fondos.

11 *Ibídem.*

El contexto latinoamericano

De acuerdo al reporte elaborado por el *Aspen Network of Development Entrepreneurs* (ANDE)[12], el mercado de inversión de impacto en América Latina presenta tendencias similares a las mundiales, aunque enfrenta desafíos y oportunidades distintos. América Latina cuenta con un capital creativo e intelectual alto y es una de las regiones más atractivas para la inversión de impacto. Pese a que se trata de países en vías de desarrollo, su mercado de capitales es más sofisticado que el de algunos países de Asia o África. Asimismo, cuenta con amplia capacidad instalada en términos de innovación (para agronegocios y microfinanzas). Por otra parte, es una de las regiones con mayor biodiversidad y, por lo tanto, apta para el desarrollo de energía renovable u otro tipo de energía sustentable. Su productividad agrícola es superior a la de otras regiones, lo cual es esencial para el desarrollo de inversiones que incrementen la producción mundial de alimentos[13]. Todo esto explica, en alguna medida, que América Latina haya sido, durante los últimos años, la tercera región mundial (después de Estados Unidos y Europa Occidental) con mayor crecimiento de inversiones de impacto.

Los inversionistas de impacto en América Latina todavía emplean estructuras tradicionales de financiamiento, la gran mayoría utiliza deuda o capital. De acuerdo al reporte de ANDE, solo el cinco por ciento de las transacciones y el dos por ciento del capital desplegado, entre los años 2018 y 2019, utilizaron instrumentos de cuasi capital. Es probable que esto se deba a que la inversión de impacto aún está en etapa inicial en la región.

Por otro lado, un significativo monto de capital de inversión en América Latina se destina a negocios pequeños. Prueba de ello es que, dentro de la muestra que abarcó el reporte 2020 de ANDE sobre inversión de impacto, la mayoría de las operaciones entre 2018 y 2019 fueron de menos de $US 500.000, quedando relativamente pocas inversiones enfocadas a empresas en etapa temprana. Esto se debe a que las operaciones más pequeñas tienden a apuntar a empresas chicas pero bien establecidas, lo cual deja un vacío de financiamiento para empresas que están en etapa temprana y además son pequeñas[14].

En base a la muestra del mismo reporte, la mitad de los inversionistas apuntan a rendimientos de tasa de mercado, mientras que la otra mitad está dispuesta a obtener rendimientos más bajos a cambio de un mayor impacto, lo que demuestra que el mercado de inversiones de impacto es bastante diverso, tanto en términos de expectativas de capital como de perfiles de impacto.

Otra característica de la región respecto a la inversión de impacto es que la *medición* se ha generalizado: el 80 por ciento de sus inversionistas miden el impacto que generan. Sin embargo, la *medición* se hace principalmente a través de herramientas propias, aunque otra tendencia importante es precisamente someter los procesos de *medición* a validación por parte de entidades externas especializadas en esta tarea.

12 La Red Aspen de Emprendedores para el Desarrollo (ANDE) es una red global de organizaciones que impulsan el emprendimiento en economías en desarrollo.

13 Annual Impact Investor Survey. Tenth Edition. GIIN 2020.

14 Ver el Anexo A para la conceptualización, según ANDE, de lo que es un negocio en etapa temprana o madura. Y el Anexo B para conocer la clasificación de la Bolsa Boliviana de Valores de lo que se considera una empresa micro, pequeña y mediana.

Los Fondos de Inversión Cerrados y la inversión de impacto en Bolivia

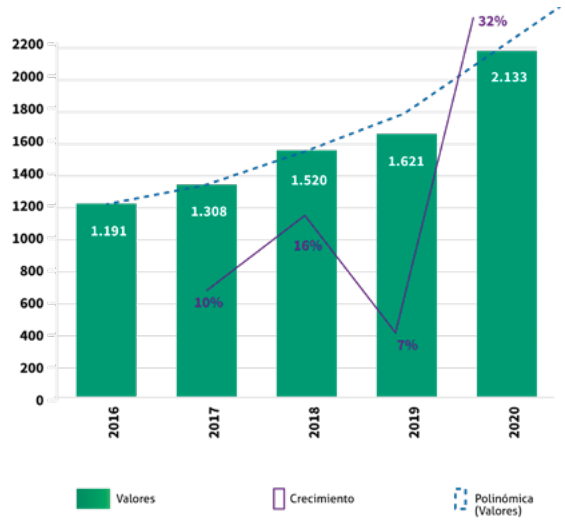
Metodología

Para elaborar la caracterización de los FIC y conocer su nivel de involucramiento, interés y comprensión sobre la inversión de impacto en Bolivia, se utilizaron dos herramientas de relevamiento de información: un cuestionario y entrevistas a profundidad. El cuestionario fue enviado a 14 entidades de las cuales contestaron 11, diez de estas son Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI)[15], y la otra es una entidad internacional no regulada por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) y cuya actividad es la administración de fondos de inversión de impacto. Asimismo, se realizaron entrevistas en profundidad y se sostuvieron reuniones con 18 representantes de organismos de cooperación, bancos de desarrollo y entidades financieras del exterior dedicadas a la inversión de impacto. Finalmente, se realizaron reuniones de validación de los resultados obtenidos con actores clave del ecosistema.

Caracterización de los Fondos de Inversión Cerrados en Bolivia

Los FIC tienen sus operaciones centralizadas en el eje troncal del país (La Paz, Santa Cruz y Cochabamba) y en los últimos cinco años su cartera ha crecido en 79 por ciento, de 1.191 a 2.133 millones de dólares[16] (Gráfico 4). Ese crecimiento se debe, por un lado, a que respecto de 2016 existen más fondos y de mayor tamaño, y por otro, al incremento de cartera (*Assets Under Management*, AUM) que las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) destinan a la inversión en FIC (Gráfico 5).

Gráfico 4
Tamaño de Cartera: Fondos de Inversión Cerrados
(en millones de dólares)



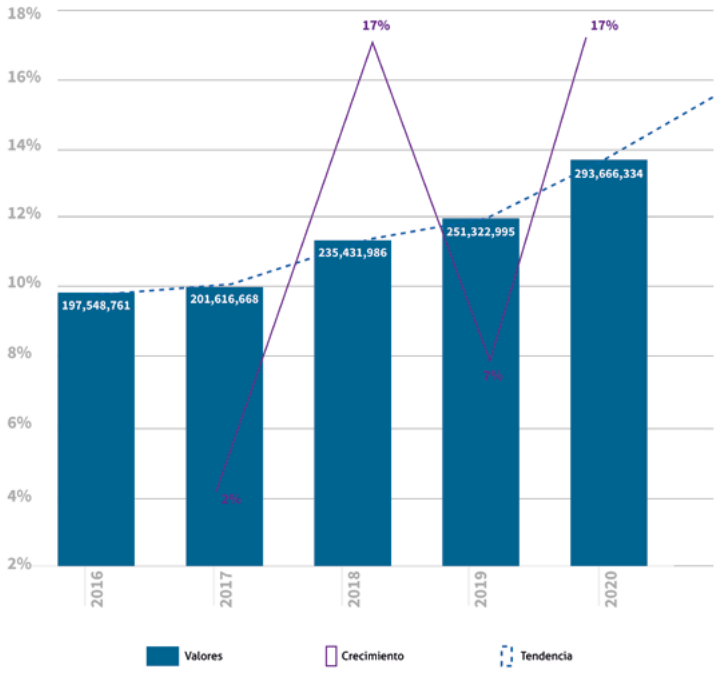
Fuente: Elaboración propia en base a boletines estadísticos ASFI.

15 A diciembre del 2020 existían 12 SAFI que administran Fondos de Inversión Cerrados.

16 Boletines estadísticos, diciembre 2016 y diciembre 2020, ASFI: https://www.asfi.gob.bo/index.php/mv-estadisticas/mv-boletines-estadisticos.html.

En línea con lo anterior, la composición de los fondos por tipo de inversionista sigue siendo la misma que en 2016, pues los FIC mantienen como inversionista mayoritario a las AFP, con una participación de entre el 76 por ciento y el 100 por ciento de su cartera y, con un porcentaje considerablemente menor de participación a entidades aseguradoras y algunas instituciones privadas de desarrollo (0% - 25%).

Gráfico 5
Inversiones de AFP en FIC
(en dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a boletines estadísticos APS.

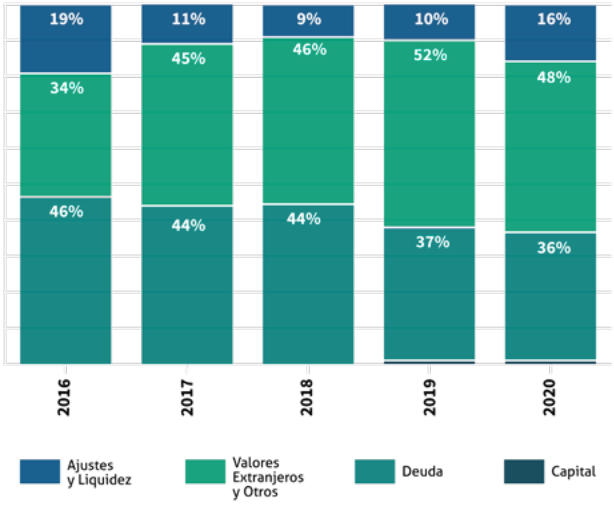
En general, con el fin de mantener la calificación de riesgo mínima requerida para que las AFP (que son por su naturaleza conservadoras) puedan invertir en los FIC, estos últimos mantienen una porción importante (52%) en instrumentos de alta calidad (mecanismos de cobertura que son fundamentalmente bonos del tesoro y depósitos a plazo fijo). Esto quiere decir que les queda disponible menos de la mitad de su cartera (48%) para inversión privada destinada a empresas. El hecho de que destinen un porcentaje tan significativo a mecanismos de cobertura tiene una incidencia importante, pues se trata de instrumentos que reportan baja rentabilidad. A ello se suman los techos impuestos a las tasas que puede cobrar la banca (en el sector productivo y de vivienda)[17], ya que al ser los bancos la principal competencia de los FIC, estos últimos enfrentan indirectamente límites a la tasa de interés que pueden cobrar (para no perder competitividad)[18].

17 Ley 393 de Servicios Financieros, artículo 59.

18 Ver Anexo C para el detalle de las tasas de interés.

Otra característica de los fondos de inversión en Bolivia (similar en el resto de América Latina) es que aún emplean estructuras tradicionales de financiamiento. La gran mayoría utiliza deuda (nueve de diez entidades) y menos de la mitad utilizan algo de capital o semi-deuda[19] . De hecho, sin considerar la inversión en valores extranjeros, los instrumentos de deuda representan más de la mitad de la cartera de los fondos (Gráfico 6). Ello se debe a: i) la dificultad que enfrentan para liquidar inversiones mediante ejecuciones de salida; ii) que no existe un mercado bursátil suficientemente desarrollado; y iii) que no existem mecanismos que fortalezcan los derechos de accionistas minoritarios (lo cual implica mayor riesgo para estos).

Gráfico 6
Composición de cartera por tipo de instrumento

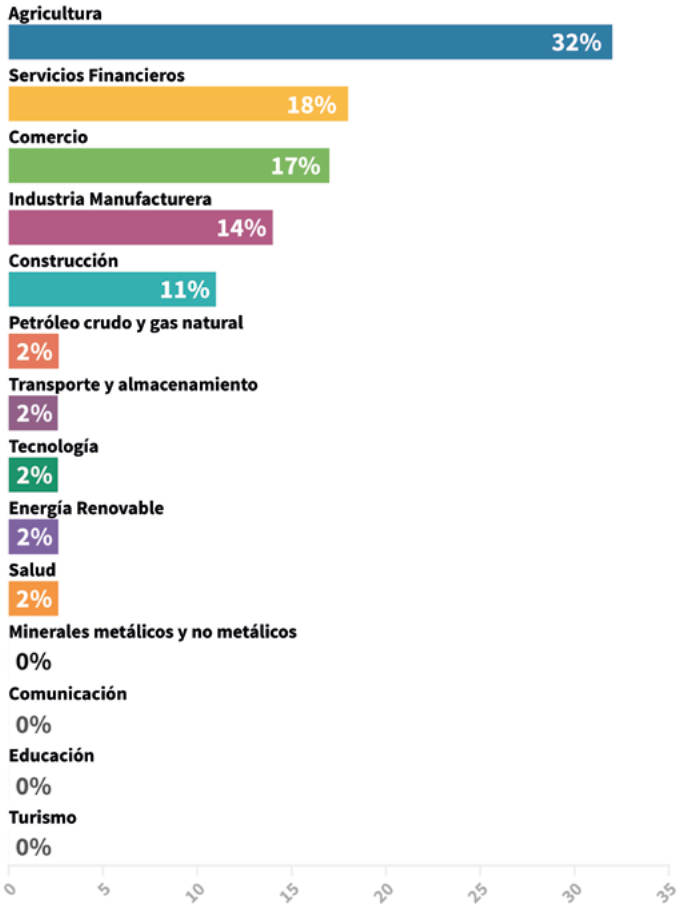


Fuente: Elaboración propia en base a reportes de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV).

En cuanto a la composición de la cartera de los FIC por sector, al igual que hace cinco años, Agricultura es el sector que abarca el mayor porcentaje de inversión de los fondos (32%). Se trata de un sector con alta exposición al riesgo climático, lo cual sugiere que tanto empresas como fondos de inversión deberían hacer una gestión activa de factores ASG (criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza) para poder mitigar los riesgos que supone el cambio climático y que tarde o temprano impactará en los fondos que en su mayoría son de largo plazo. También conforman la cartera de los FIC los sectores de Servicios Financieros, que representan el 18 por ciento, Comercio con el 17 por ciento, e Industria Manufacturera y Construcción con el 14 por ciento y el 11 por ciento, respectivamente. Otros sectores que aparecen con porcentajes mínimos son Tecnología, Energía Renovable, Transporte y Almacenamiento y Petróleo y Gas Natural, con el dos por ciento cada uno (Gráfico 7).

19 Existen algunos fondos de inversión de garantías y *factoring*.

Gráfico 7
Composición de cartera por sector



Fuente: Elaboración propia en base a respuestas FIC (cuestionario).

El sector en el que más proyecciones de inversión tienen los FIC es el de Servicios Financieros, pues siete de 11 entidades contestaron tener intenciones de incrementar operaciones en dicho sector (una de ellas tiene proyectado iniciarlas en el corto plazo). Algo similar sucede en el sector de Agricultura, en el cual seis de 11 entidades tienen proyecciones de incrementar actividades y una tiene proyectado ingresar al sector. Por otro lado, Energías Renovables se proyecta como un sector atractivo para las inversiones, pues además de las tres entidades que actualmente tienen operaciones en este ámbito, otras tres manifestaron que tienen proyectado ingresar al sector. Esto puede explicarse por el potencial que el sector representa en el marco de la transición energética de Bolivia hacia una economía más verde.

Los FIC y sus emisores

Otro actor fundamental del ecosistema son las empresas, pues constituyen la masa crítica con la que trabajan los fondos de inversión. Las empresas enfrentan una serie de limitaciones que, en muchos casos, les impide convertirse en sujeto de financiamiento y captar capital por parte de los fondos. Desde la perspectiva de los FIC, las principales limitaciones son: capacidad de pago, calificación de riesgo e informalidad (Tabla 1).

Tabla 1
Limitaciones que enfrentan las empresas

Limitaciones	Priorización
Capacidad de pago	1
Informalidad	2
Calificación de riesgo	3
Tamaño	4
Restricciones normativas	5
Requerimientos inadecuados	6

Fuente: Elaboración propia en base a cuestionario a FIC.

No sorprende que la calificación de riesgo –que está directamente relacionada con la capacidad de pago– sea una de las principales limitaciones que enfrentan las empresas a la hora de acceder a financiamiento. Y es que los FIC enfrentan la presión (impuesta por sus principales inversionistas y por el ente regulador) de trabajar con emisores que tengan alta calificación, lo cual reduce significativamente el universo de empresas a las que pueden financiar. Por otro lado, la informalidad, que caracteriza a un amplio segmento de empresas en el país, y que responde entre otras cosas a un marco regulador lento e ineficiente[20], implica para los fondos un alto riesgo y un costo que no están dispuestos a cubrir. Entre otras limitaciones de menor relevancia, los FIC identificaron el tamaño de las empresas, requerimientos inadecuados (montos muy chicos) y restricciones normativas.

En torno a esta realidad, los administradores de los fondos sostienen que para ampliar el mercado de emisores deben fundamentalmente atraer nuevos inversionistas, probablemente extranjeros y menos adversos al riesgo (dispuestos, por ejemplo, a trabajar con capital de riesgo). En relación a esta dificultad, la interrogante es: ¿Cómo atraer nuevos inversionistas con una rentabilidad tan poco atractiva y un elevado riesgo país?

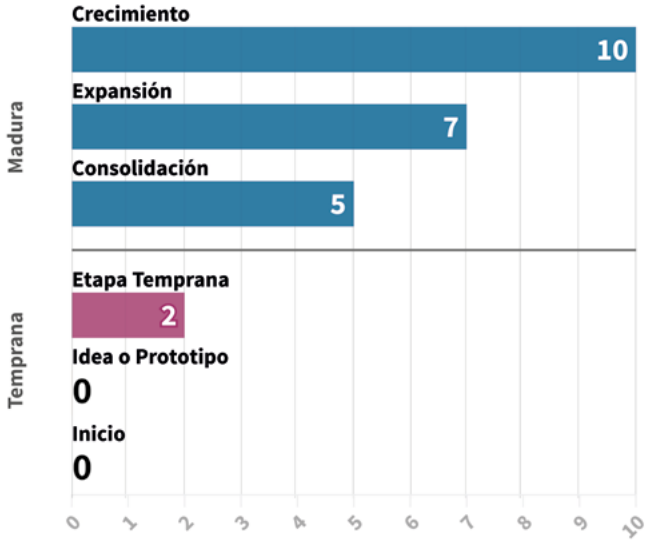
20 El artículo "Doing Business in Bolivia: a case study in the Andean regulatory framework" concluye que la poca iniciativa en trabajar políticas más eficientes, la naturaleza compleja del país y la poca adaptabilidad de nuevas prácticas tecnológicas, han estancado mejoras en la regulación de negocios, y que, en consecuencia, la productividad, el sector informal y la productividad laboral del país no han mostrado ninguna mejora en los últimos diez años (disponible en: https://www.inesad.edu.bo/2020/04/06/doing-business-in-bolivia-a-case-study-in-the-andean-regulatory-framework/; fecha de acceso: febrero 24, 2022).

Adicionalmente, los administradores de fondos señalaron que para lograr que más emprendimientos sean elegibles para financiamiento, necesitan diseñar nuevos productos, estructurar fondos que combinen capital concesional con capital privado (*blended finance*) y lograr garantías del Gobierno u otra entidad que avale las inversiones. Sin embargo, cualquiera de estas alternativas necesitaría la autorización del ente regulador. Esto último –como se puntualiza más adelante– constituye el principal obstáculo identificado por los fondos.

La mayor parte de la inversión de los FIC se realiza en empresas que se encuentran en etapa madura (que comprende expansión, crecimiento y consolidación; ver Anexo 1). De 11 entidades, diez reportaron invertir en etapa de crecimiento, siete en la de expansión y cinco en la de consolidación. En cambio, solo dos SAFI reportaron destinar "algo" de sus recursos a inversión en empresas en etapa temprana (Gráfico 8). Esta percepción no sorprende, puesto que invertir en empresas con cierto nivel de madurez implica, en general, un riesgo bajo o controlado y una rentabilidad limitada. Por otro lado, el contexto regulatorio y de exigencias de calidad por parte de los inversionistas limita, de cierta manera, la capacidad de generar nuevos instrumentos que apoyen el segmento de etapa temprana. Esta limitante, a su vez, deja expuestas oportunidades de inversión en un segmento que actualmente no está siendo atendido por las SAFI. Probablemente los intermediarios sociales (como incubadoras y aceleradoras) puedan jugar un rol importante en este ámbito.

Por otro lado, solo la mitad de las SAFI complementa su oferta de servicios financieros con servicios de desarrollo empresarial, y lo hacen sobre todo prestando asesoramiento estratégico a sus emisores y, en menor medida, a través de herramientas de seguimiento y apoyo en manejo

Gráfico 8
Etapa de desarrollo de las empresas en la que invierten los FIC

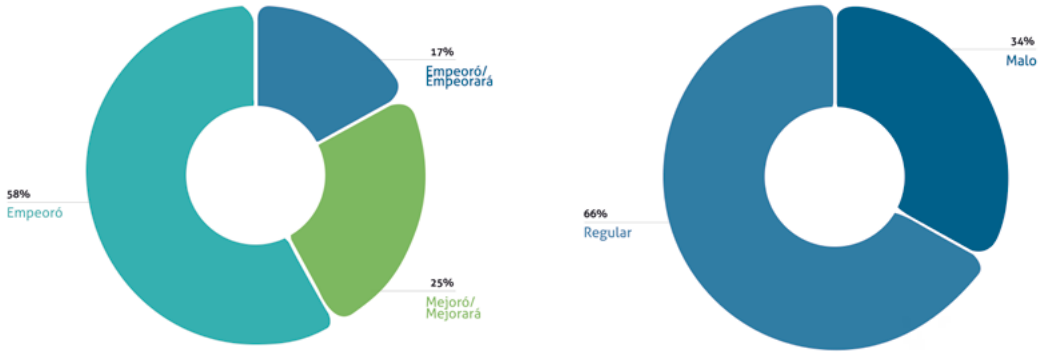


Fuente: Elaboración propia en base a cuestionario a FIC.

financiero. En relación a esto, los fondos manifestaron la necesidad de contar con servicios de asistencia técnica a sus emisores para poder trabajar conjuntamente en la integración de factores de riesgo a los que están expuestos tanto los fondos a través de sus inversiones como sus emisores.

Según los FIC, el macro entorno para la inversión en empresas es regular (66%) o malo (34%), ninguno lo califica como bueno. Atribuyen esta percepción al estancamiento del crecimiento económico, a los conflictos político-sociales y a la crisis causada por la pandemia COVID-19. Sin embargo, apuntan fundamentalmente a una regulación muy exigente, burocrática y de lenta respuesta que: i) impide la oferta de nuevos productos que harían posible que empresas que actualmente no alcanzan al mercado de valores lo puedan hacer; ii) ocasiona que las empresas prefieran financiarse de forma tradicional (a través de la banca); y iii) obliga a los fondos a adoptar mecanismos de cobertura que reducen la rentabilidad de las inversiones. Adicionalmente, la mayoría de los administradores de fondos (58%) considera que el entorno empeoró respecto a gestiones pasadas y que esta tendencia continuará (Gráfico 9).

Gráfico 9
Percepción del entorno



Fuente: Elaboración propia en base a cuestionario a FIC.

Los FIC su incursión a las finanzas sostenibles y la inversión de impacto en Bolivia

La mayoría de los FIC consideran que desarrollar productos sostenibles alineados a los ODS es una buena estrategia que podría atender una de sus principales necesidades: diversificar su base de inversionistas y atraer nuevo capital (sobretodo extranjero). Sin embargo, solo la mitad de las entidades que participaron en el presente estudio tiene productos alineados a los ODS[21] . Aquellos ODS a los que más se enmarcan las diversas estrategias de los fondos, en orden de importancia, son: Igualdad de Género (ODS 5), Trabajo Decente y Desarrollo Económico (ODS 8) y Fin de la Pobreza (ODS 1).

Si bien en Bolivia la actividad en torno a las finanzas sostenibles y la inversión de impacto es aún incipiente, éste ya es un tema de discusión y análisis entre los actores del ecosistema. La industria de fondos de inversión es la más dinámica en este sentido. De hecho, nueve de diez SAFI están dispuestas a destinar recursos a sensibilización y capacitación sobre factores ASG y cinco ya realizan actividades de capacitación, fundamentalmente a sus empleados (Tabla 2). Por otro lado, solo cuatro entidades incorporan criterios ASG en su análisis de inversión, y se trata sobre todo de criterios de gobernanza (el 80 por ciento de estas entidades aplican conceptos de transparencia, independencia/experiencia de la junta, responsabilidad de los productos) y en menor medida sociales (el 60 por ciento de las entidades ejecuta criterios de relación con empleados, salud y seguridad en el trabajo). De las cuatro entidades mencionadas, solo tres cuentan con una metodología de medición de riesgos ASG, dos desarrollaron una metodología propia y una utiliza la metodología ARAS[22] .

La principal razón por la que los FIC incorporan estos criterios en su análisis de inversión se explica por la necesidad de mitigar riesgos, lo cual refleja comprensión, por parte de quienes los administran, de que la incorporación de criterios ASG no es un tema de responsabilidad social empresarial, sino un factor que tarde o temprano incide en sus rendimientos y en su capacidad de atraer inversionistas. En ese sentido, existen estudios que concluyen que en el largo plazo las inversiones ASG podrían atraer incluso a inversionistas conservadores, dado que los factores materiales relacionados con la sostenibilidad pueden estar vinculados al potencial de crecimiento de las empresas[23] .

Respecto a la inversión de impacto, ocho de diez SAFI consideran administrar fondos de inversión de impacto. Sin embargo, solo cuatro cuentan con una metodología de medición del

21 Dos SAFI que aún no tienen productos alineados a los ODS planean desarrollarlos.

22 ARAS, Análisis de Riesgos Ambientales y Sociales, es un programa de capacitación desarrollado por UNEP FI *(United Nations Environment – Finance Initiative)* y sus socios. El programa ofrece a profesionales del sector financiero un conjunto completo de capacitaciones sobre cómo establecer e implementar sistemas de gestión de riesgos ambientales y sociales efectivos.

23 Blackrock: https://www.blackrock.com/mx/intermediarios/vision-de-mercado/inversiones-esg.

Tabla 2
Resumen sobre Criterios ASG e Impacto

Descripción	No.	Especificación
Dispuesto a destinar recursos a sensibilización y capacitación	9	
Realizar sensibilización y capacitación	5	Capacitación a empleados
Incorpora criterios ASG	4	
Cuenta con metodología de medición de riesgos ASG	3	2/Metodología propia 1/Metodología ARAS
Reporta a su comité de inversionistas	3	
Incorpora explícitamente en sus políticas de inversión	2	
Hace públicas sus políticas de incorporación de riesgos ASG	2	
Planea hacerse signatario del PRI*	2	
Planea someter su metodología de medición de riesgos ASG a evaluación externa alineada a estándares internacionales (SDG Impact Standards, Operating Principals of Impact Management)	1	

** PRI (Principles of Responsible Investment): Principios para la Inversión Responsable es una red internacional de inversores respaldada por Naciones Unidas. Trabaja para implementar sus seis principios aspiracionales.*

Fuente: Elaboración propia en base al cuestionario aplicado a las FIC.

impacto de sus inversiones. Al igual que en el resto de América Latina, la mayoría desarrolló y utilizó una metodología propia de medición. Por otro lado, existen dos fondos de impacto (administrados por SAFI) en espera de la aprobación de la ASFI hace más de un año.

La información recabada y las entrevistas realizadas en este estudio dan cuenta de que no hay en el ecosistema, o al menos entre quienes administran fondos de inversión en Bolivia, una comprensión plena y clara sobre lo que es e implica la inversión de impacto y los elementos que la caracterizan. Esto explica, por ejemplo, por qué del total de entidades que consideran administrar fondos de impacto, solo algunas tienen una metodología para medir dicho impacto. Quiere decir, entonces, que si bien las inversiones de los fondos generan impacto (en términos de empleo y otros indicadores) –porque además están obligados a priorizar ciertos sectores[24] –, estos no fueron estructurados desde su concepción como fondos de inversión de impacto propiamente dichos[25], es decir, con un propósito y objetivos explícitos de impacto y con indicadores y metodología que permitan su medición.

24 *Ibídem.*

25 Con objetivos explícitos y metodología de medición de impacto.

Otra percepción común es que la inversión de impacto implica sacrificar rendimiento financiero. Sin embargo, existe en el mundo evidencia que demuestra lo contrario: i) las inversiones ASG, en muchos casos, han igualado o superado los rendimientos de sus contrapartes estándar con volatilidad similar; ii) los factores ASG tiene mucho en común con las métricas de calidad existentes (como balances sólidos), lo cual sugiere que las carteras que incorporan criterios ASG podrían ser más resistentes a las recesiones[26].

Gráfico 10
¿Dónde se encuentran los FIC de Bolivia en cuanto a las diversas estrategias de inversión?

Fuente: Elaboración propia en base a: https://littlesustainableinvestor.com/.

Debido a las diversas limitaciones resultantes de la las características de la economía boliviana, a la falta de conocimiento pleno y claro de lo que es e implica la inversión de impacto, y, principalmente, a la poca apertura y celeridad del ente regulador para aprobar productos como fondos de inversión de impacto, la mayoría de los FIC administrados por SAFI en Bolivia realizan sobretodo inversión tradicional. Es decir, consideran fundamentalmente rentabilidad financiera y riesgo en sus decisiones de inversión. Algunos fondos realizan *inversión responsable*, utilizando listas de exclusión para no trabajar con emisores que generan impacto negativo. Pocos incorporan en su proceso de inversión criterios ASG *(inversión sustentable*) y ninguno realiza *inversiones temáticas* en el sentido estricto de lo que ello implica. En cuanto a fondos estructurados como fondos *inversión de impacto* propiamente dicha, existen dos fondos en esperan aprobación de la ASFI hace más de un año (Gráfico 10).

26 https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/bii-sustainability-future-investing-jan-2019.pdf.

La cooperación internacional

Las estrategias de los diversos organismos de cooperación y bancos de desarrollo que operan en Bolivia están alineadas para contribuir con los Objetivos de Desarrollo Sostenible, los ODS. A partir de este criterio compartido, la mayoría de las entidades cuyos representantes fueron entrevistados para este estudio, tienen interés y serias perspectivas de involucramiento (algunas ya están involucradas) en el ámbito de las finanzas sostenibles y la inversión de impacto en Bolivia. Todas estas entidades tienen priorizadas, entre sus áreas de trabajo, el impacto ambiental y social, este último con un explícito enfoque de género.

Las acciones de estos organismos entorno a la inversión de impacto pueden llevarse a cabo ya sea mediante inversiones directas, alianzas públicas y/o privadas, o movilizando y canalizando recursos de otras entidades. Sin embargo, han identificado una serie de obstáculos que coinciden con aquellos señalados por los FIC:

- La regulación, que no contempla esquemas de garantías (públicas o comerciales) ni otros instrumentos innovadores con los cuales trabajar.
- El riesgo país, que sumado a la tasa de rentabilidad poco atractiva, dificulta movilizar recursos de inversión hacia Bolivia (al respecto, sería muy útil el apoyo del Estado para esquemas de garantías y otros que reduzcan, o al menos contrarresten, el riesgo cambiario).
- Los límites a las tasas de interés que cobra la banca, que inciden en la rentabilidad que ofrecen los FIC.
- El riesgo cambiario.
- La falta de mecanismos de respaldo a los accionistas minoritarios.

Otro punto de convergencia entre las entidades de cooperación y los FIC es que estos últimos consideran importante dotar de asistencia técnica a sus emisores y las entidades de cooperación están, en su mayoría, dispuestas a destinar recursos no reembolsables para este fin. Los organismos de cooperación podrían ser, en este plano, el vehículo que facilite el financiamiento de este tipo de servicios. Y no se trata de un elemento menor, puesto que el complementar la oferta de servicios de desarrollo empresarial con asistencia técnica, permite a los FIC que hacen o planifican realizar inversión de impacto, trabajar como aliados estratégicos de sus emisores específicamente entorno a la sostenibilidad y hacer gestión activa de factores ASG en sus portafolios de *inversión.*

Finalmente, las entidades de cooperación han manifestado apertura e interés en apoyar la conformación de un Consejo Nacional de Inversión de Impacto (NAB, *National Accountability Bureau*, por su sigla en inglés) a partir de un comité impulsor que se desprenda de la Mesa de Finanzas Sostenibles [27]. Dicho NAB, al igual que los 33 que ya existen en el mundo, se plantea como una entidad sin fines de lucro que forme parte de la red global del GSG (*Global Steering Group for Impact Investment*) y que estaría conformada por organizaciones privadas, articuladas con el propósito de acelerar el tránsito hacia una economía más sostenible, promoviendo la práctica de la inversión de impacto, contribuyendo en la búsqueda de acciones que favorezcan este tipo de inversiones e incluso ayudando desarrollar entornos de política pública que las respalden.

27 La Mesa de Finanzas Sostenibles está liderada por Banco Sol y Capital Safi (Administradora de Fondos de Inversión). Cuenta con el apoyo del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) y la Asociación de Bancos Privados de Bolivia (ASOBAN) y está compuesta por representantes del sector bancario, de seguros, del mercado de capitales y de varias empresas. Su objetivo es generar un espacio de coordinación y diálogo entre los sectores del sistema financiero boliviano para incorporar buenas prácticas de finanzas sostenibles en la elaboración de servicios y productos.

Conclusiones

La primera y más evidente conclusión del estudio es que las limitaciones, necesidades y obstáculos que enfrentaban los FIC no han cambiado en los últimos cinco años:

- El universo de empresas/emisores con que pueden trabajar los FIC sigue siendo limitado debido, fundamentalmente, a las exigencias de calificación de riesgo por parte de sus inversionistas principales (las AFP) y de la ASFI, lo que hace que pocas empresas puedan ser sujeto de financiamiento. Para ampliar el universo de empresas con las que trabajan, los FIC necesitan diseñar nuevos productos, estructurar fondos que combinen capital concesional con capital privado (*blended finance*) o contar con garantías del Gobierno u otras entidades que avalen sus inversiones. Sin embargo, cualquiera de estas alternativas puede ser viable solo si son debidamente aceptadas por la norma, lo cual a su vez demanda conocimiento, apertura y celeridad por parte del ente regulador.
- En relación a esto último, es evidente la necesidad de desarrollar productos financieros con capacidad de atender la demanda de capital de un amplio universo de empresas viables que actualmente no está siendo satisfecha por los FIC. Esto representa una oportunidad tanto para nuevas iniciativas de inversión (que de ser gestionadas con los mecanismos adecuados podrían evitar obstáculos burocráticos innecesarios), como para el accionar de los intermediarios sociales (incubadoras, aceleradoras, etc.) que son los que generan la oferta de servicios para impulsar las capacidades de los emprendedores.
- Los FIC siguen necesitando diversificar su base de inversionistas, atraer en lo posible inversionistas menos adversos al riesgo, lo cual les permitiría atender a un universo más amplio de empresas. Parece ser que la estrategia para atraer a dichos inversionistas, a pesar de las bajas tasas de rentabilidad y del riesgo país, es el desarrollo de productos alineados a los ODS y a la integración de criterios ASG, tanto por parte de los FIC como de sus emisores y de la estructuración de fondos de inversión de impacto que satisfagan la creciente demanda mundial por este tipo de productos. En línea con ello, también se podría contemplar (ya se lo hace en otras partes del mundo) la conformación de fondos de impacto *retail*, que consiste en que cualquier ciudadano particular con un monto de dinero mínimo establecido pueda invertir en un fondo de impacto.
- La regulación sigue siendo el principal obstáculo que enfrentan los FIC, puesto que: i) no permite la oferta de nuevos productos que harían posible que empresas que actualmente no alcanzan al mercado de valores lo puedan hacer; ii) ocasiona que las empresas prefieran financiarse de forma tradicional (a través de la banca); iii) obliga a los fondos a adoptar mecanismos de cobertura que, por un lado, restan disponibilidad de recursos para invertir en empresas y, por otro, inciden en la rentabilidad que pueden ofrecer los fondos, al igual que los límites impuestos a las tasas de interés que puede cobrar la banca en los sectores productivo y de vivienda.

Es evidente la necesidad de generar un lenguaje común sobre lo que son e implican las finanzas sostenibles y la inversión de impacto, pues solo en la medida en que se tenga plena comprensión de estos conceptos será posible la construcción conjunta de un entorno apto para la inversión de impacto. Para ello, se debe incluir en la discusión, y en toda iniciativa de innovación e intercambio de conocimientos, a los diversos actores que conforman el ecosistema: i) a los representantes del sector privado (empresas, fondos de inversión, etc.) como agentes de trasformación social que son; ii) a los intermediarios sociales (incubadoras, aceleradoras y demás entidades de soporte) como proveedores de servicios de desarrollo empresarial; iii) a las agencias de cooperación como canalizadores de recursos; iv) al ente regulador responsable de la generación de un marco normativo claro, justo y efectivo; y, por supuesto, v) a la academia que es la más indicada para la generación de espacios de discusión, análisis de política pública, formación y sistematización de evidencia en torno a la inversión de impacto.

Por otra parte, para que los inversionistas consideren impacto además de riesgo y rendimiento en sus decisiones, es necesario generar evidencia que sustente la narrativa de la inversión de impacto. Esto supone –entre otras cosas– la generación de indicadores de desempeño (idealmente alineados a los ODS), la documentación de casos de éxito y mejores prácticas en materia de inversión y medición de impacto (que ya existen en el mercado a través de los Estándares de Impacto de los ODS, SDG *Impact Standards*, y/o los Principios Operativos para la Gestión de Impacto, OPIM), y una estrategia efectiva de gestión del conocimiento, capacitación y sensibilización entorno a esa temática.

En la medida en que se comprenda que la inversión de impacto no implica sacrificar rendimientos y que, al contrario, supone mitigar riesgos y asegurar de alguna manera rendimientos futuros y un horizonte fértil para la inversión, más fondos de inversión se sumarán y se crearán en torno a esta dinámica. Sin duda, todo esto está condicionado a un comprensión por parte del sector público y de su brazo regulador de que la inversión de impacto aplica estrategias que combinan herramientas financieras con criterios de sostenibilidad y equidad, y que de contar con políticas adecuadas que las respalden, resultarán (como está sucediendo en el mundo) en beneficios cuantitativos y cualitativos para el país tanto en términos socio económicos como ambientales.

Por otro lado, es preciso comprender que la integración de criterios ASG por parte de las entidades financieras supone un proceso que toma tiempo, lo que implica adaptar su cultura organizacional y cambiar la mentalidad de su equipo profesional en general. Por lo tanto, no es menor el hecho de que la mayor parte de las SAFI estén dispuestas a destinar recursos para capacitación y sensibilización sobre criterios ASG, pues se trata de un paso fundamental para iniciar la transición hacia las finanzas sostenibles.

Una asignatura pendiente será determinar (probablemente en un siguiente estudio) en qué medida los FIC están integrando factores de riesgo ASG. En particular, riesgos ambientales, considerando que el sector en el que más invierten es el de la Agricultura, un sector que, por su propia naturaleza, tiene una alta exposición al cambio climático. En torno a este tema, existen marcos referenciales y recomendaciones proporcionadas por instancias como el Grupo de Trabajo sobre Declaraciones Financieras relacionadas con el clima (*Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*, TCFD) que podrían promover decisiones financieras más informadas (suscripción de seguros, créditos, in-

versiones, etc.) y, a la vez, permitir a las partes interesadas comprender mejor la exposición del sistema financiero al riesgo climático.

La conceptualización del desarrollo ha tenido una importante evolución, sobre todo a partir del trabajo de los organismos multilaterales de cooperación. Así, se entiende la inversión de impacto como un medio práctico de impulso al desarrollo sostenible. En clara coincidencia con esto, las entidades multi y bilaterales de cooperación, como parte de su planificación estratégica, están dispuestas a destinar recursos que contribuyan al desarrollo de ecosistema de inversión de impacto en Bolivia. En tal sentido, será necesario definir si la cooperación –a diferencia de lo que ha sucedido hasta el momento– estará dispuesta a asignar fondos de asistencia técnica también a la gran y mediana empresa, que es el segmento con el que actualmente trabajan los FIC del país. Es importante notar que, precisamente por la escala de sus operaciones, estas empresas son generadoras de empleo y tienen –con el asesoramiento adecuado– el potencial para incidir tanto en términos sociales como ambientales. Otra alternativa es trabajar en el desarrollo de estructuras de *blended finance* que posibiliten a los FIC entrar a segmentos/empresas de menor tamaño con recursos de la cooperación internacional.

Una clara oportunidad de trabajo conjunto está dada por la convergencia entre las líneas de acción priorizadas por la cooperación y los ODS considerados por los FIC para alinear sus objetivos. Tal es el caso de la equidad de género, que es el objetivo de desarrollo que más se repite en la alineación de propósitos de inversión de los FIC y que constituye un tema de particular interés para varias (quizás la mayoría) agencias de cooperación. Por lo tanto, es posible plantear, en el corto plazo, esquemas de colaboración como el diseño de indicadores de desempeño adheridos a los Principios para el Empoderamiento de las Mujeres (WEP por sus siglas en inglés)[28], que bien podrían dar lugar a la creación de fondos temáticos y otros instrumentos innovadores y generadores de impacto social.

Entendiendo que las alianzas público-privadas y el capital catalítico son elementos fundamentales para desarrollar, escalar y profundizar la inversión de impacto, las agencias de cooperación, bancos de desarrollo y demás entidades del sector no lucrativo, tienen un importante rol que cumplir colaborando en la conformación de dichas alianzas, pero también movilizando y asignando recursos para que, de forma directa, promuevan el desarrollo del mercado de inversión de impacto en Bolivia.

Finalmente, para poder incidir de forma efectiva en el desarrollo sostenible, Bolivia necesita insertarse en el mapa de las finanzas sostenibles que está actualmente en ebullición tanto a nivel regional como mundial. Para ello es fundamental contar con políticas públicas que acompañen la innovación financiera –como forma tangible de generar cambios en pos de la sostenibilidad– e incluir la inversión de impacto en la agenda de desarrollo del país. Esto, a su vez, demanda un marco regulatorio eficiente, que lejos de introducir obstáculos y desincentivos a la inversión, proporcione reglas claras, mecanismos de respaldo a inversionistas (locales y extranjeros) y permita tanto a fondos de inversión como al ecosistema emprendedor en su conjunto, contribuir al desarrollo sostenible del país a través de mecanismos modernos que además de generar riqueza y valor, impacten positivamente tanto a nivel social como ambiental.

28 Esta es una iniciativa promovida por ONU Mujeres en alianza con el Pacto Mundial que propone la generación de oportunidades de desarrollo para las mujeres dentro de las empresas.

¿Cómo avanzamos?

A partir de la información recabada mediante el cuestionario y las entrevistas realizadas, pero también en base a lecciones aprendidas de países de la región como Colombia, México y Perú, que han tenido avances significativos en términos de inversión de impacto, se presentan las siguientes sugerencias:

- Para poder plantear y ejecutar acciones efectivas, es necesario, como punto de partida, realizar un mapeo del ecosistema de inversiones. Esto permitirá saber cuáles y cuántos son los principales actores que lo conforman, sus necesidades, desafíos y potencialidades, así como el rol que desempeñan en el ecosistema y el nivel de interacción y articulación entre ellos. Dicho mapeo podría ser plasmado en una plataforma virtual dinámica, de manera que pueda ser alimentada de forma ágil y permanente, y que genere, por lo tanto, información actualizada y útil para la toma de decisiones.
- Dado que existe consenso sobre la necesidad de llevar a cabo actividades de capacitación y sensibilización sobre la inversión de impacto y conceptos relacionados, es necesario diseñar una estrategia de capacitación que permita a los actores tener plena comprensión de lo que es la inversión de impacto y de sus principales características e implicaciones en términos financieros, sociales, ambientales y de regulación. Asimismo, es fundamental que dicha estrategia contemple la transmisión de conocimientos sobre las herramientas mediante las cuales es posible materializar la práctica de la inversión de impacto. Esto último es un elemento clave, pues no basta con saber qué es lo que se puede hacer, sino que es necesario tener claridad sobre cómo hacerlo. Para ello, será útil aprender lecciones de países vecinos, pero siempre teniendo en cuenta las características del contexto nacional.
- Es necesario lograr mayor articulación entre los intermediarios sociales para que los servicios de impulso que prestan a los emprendimientos se ejecuten de forma coordinada y estratégica y estimulen de forma efectiva la demanda de capital de impacto. Ello derivaría en un mayor número de empresas viables y elegibles para financiamiento por parte de los FIC.
- Se requiere reforzar la colaboración entre organizaciones del ecosistema para mejorar las capacidades de medición y gestión de impacto, lo que supone una mayor cohesión entre organizaciones para un flujo efectivo de información, e idealmente para la adopción de una postura y enfoque común respecto a la inversión de impacto. Esto sugiere también la necesidad de concretar alianzas público-privadas que contribuyan al desarrollo del mercado de inversión de impacto en el país.

Las acciones señaladas requieren un liderazgo que asuma de forma ejecutiva la responsabilidad de su implementación y que rinda cuentas a las partes interesadas sobre los avances y resultados esperados en función a objetivos claramente establecidos. Dicho liderazgo podría surgir, en principio, de un comité que se desprenda de la Mesa de Finanzas Sostenibles y que finalmente impulse la conformación de un Consejo Nacional Asesor de Inversión de Impacto (NAB) que:

- Genere espacios de diálogo e interacción entre los diversos actores involucrados para lograr sinergias que permitan avanzar con acciones concretas en la construcción y consolidación del ecosistema y dar así un salto cualitativo hacia la inversión sustentable.
- Lidere las actividades de capacitación, sensibilización y gestión del conocimiento, para el desarrollo y promoción de mejores prácticas e innovación entorno a la inversión de impacto en Bolivia y genere a partir de ello mayores capacidades en el ecosistema.
- Articule y fortalezca el ecosistema para viabilizar y agilizar el tránsito hacia un modelo económico más inclusivo y sostenible en el país.
- Atraiga fondos públicos y privados para catalizar la inversión de impacto.
- Tenga –a través de representantes y líderes del ecosistema– capacidad de incidir en la formación de alianzas público-privadas y en el desarrollo de políticas públicas que respalden y promuevan la inversión de impacto.

Glosario

Fondo de Inversión Cerrado

Es un fondo cuyo patrimonio, plazo de vida y número de cuotas, es fijo. Dichas cuotas de participación no son directamente redimibles por el Fondo, excepto en situaciones contempladas en su reglamento. En cambio, un fondo de Fondo de Inversión Abierto tiene la posibilidad de redimir directamente las participaciones de sus inversionistas y no tiene un plazo de vida definido.

Mecanismos de cobertura

Son estrategias financieras que se aplican para cubrir el riesgo de una inversión realizando la posición financiera opuesta mediante un activo financiero correlacionado con la inversión principal. En el caso de los fondos de inversión de Bolivia, estos se utilizan como mecanismos de cobertura, sobre todo bonos del Tesoro o depósitos a plazo fijo.

Capital de riesgo

También conocido como *venture capital* o *capital emprendedor*. Es el capital que se utiliza para apoyar a las empresas nuevas (*statups*) o ya existentes que suponen un riesgo más alto que el promedio, y que también presenten un potencial de crecimiento alto, así como un potencial de expansión en el mercado.

Riesgo país

Es un indicador que mide el riesgo que tiene un país en relación a las operaciones financieras internacionales. Es, por tanto, un indicador que afecta a la inversión extranjera directa. El *riesgo país* determina si en un país existe un escenario óptimo para la inversión o no. Cuando el *riesgo país* es elevado, el riesgo de invertir es más alto, lo que incide en una peor calificación, la que recibe un país. Para medir el *riesgo país* se consideran variables del entorno macroeconómico, la estabilidad política y el marco jurídico e institucional.

Riesgo cambiario

Es el riesgo de incurrir en pérdidas como resultado de cambios adversos en los tipos de cambio; es la posibilidad de que el valor de las inversiones se vea afectado por las variaciones en los tipos de cambio. Por ejemplo, si un inversionista adquiere valores expresados en bolivianos, la depreciación (pérdida de valor) del boliviano frente al dólar incidiría de forma negativa.

Factoring

Es una alternativa de financiamiento que permite a una empresa adelantar el cobro parcial o total de sus cuentas por cobrar a través de entidades financieras especializadas que compran dichas cuentas, convirtiéndolas así en liquidez inmediata.

Anexo A: Las empresas y sus etapas

Etapa	Fase	Descripción
Temprana	Idea o prototipo *(Concept)*	El negocio es solo una idea, se cuenta solo con un prototipo de negocio; la empresa no está formalmente constituida; el capital o los servicios de fortalecimiento de capacidades pueden demostrar le viabilidad del modelo de negocio y si el emprendimiento es de muy alto riesgo
	Inicio *(Startup)*	El negocio se ha establecido, los productos y servicios están comenzando a entrar en producción. El uso de capital o de servicios de fortalecimiento de capacidades se orienta al desarrollo de productos y a la comercialización inicial.
	Etapa temprana *(Early stage)*	Existe un producto probado, pero puede tener ventas bajas, flujo de caja negativo y un equipo pequeño. El capital y el fortalecimiento de capacidades se orientan a iniciar la fabricación comercial y probar que se puede llegar a un punto de equilibrio.
Madura	Fase de expansión *(Later stage)*	El modelo de negocio se ha demostrado y, financieramente, se ha alcanzado el punto de equilibrio. El capital y fortalecimiento de capacidades se orientan a probar que el modelo es escalable.
	Fase de crecimiento *(Growth)*	La empresa tiene un modelo de negocios escalable y financieramente viable. Se requiere capital para acelerar el crecimiento (invirtiendo en nuevas infraestructuras, explorando nuevos mercados, etc.)
	Etapa de consolidación	Etapa inmediatamente previa a la oferta pública.

Fuente: Aspen Network Development Entrepreneurs (ANDE).

Anexo B: Clasificación de empresas

Empresas Productivas			
	Patrimonio Neto (en Bs)	Patrimonio Neto (en $US)	Personal Ocupado
Micro Empresa	Entre 0 y 100.000	Entre 0 y 60,000	1 a 10
Pequeña Empresa	Entre 100.001 y 350.000	Entre 60,001 y 200,000	11 a 30
Mediana Empresa	Entre 350.001 y 5.000.000	Entre 200.001 y 3.000.000	31 100
Empresas de servicios			
Micro Empresa	Entre 0 y 60.000	Entre 0 y 30.000	1 a 5
Pequeña Empresa	Entre 60.001 y 250.000	Entre 30.001 y 100.000	6 a 20
Mediana Empresa	Entre 250.001 y 4.000.000	Entre 100.001 y 2.000.000	21 a 50

Fuente: Bolsa Boliviana de Valores: https://www.bbv.com.bo/Media/Default/PlataformaPymes/METODOLOGIAPYME.pdf.

Anexo C: Tasas máximas de interés

Tasas máxima de interés para créditos de vivienda social

De acuerdo al Decreto Supremo 1842, artículo 3, las tasas de interés anuales máximas para créditos de vivienda de interés social que otorguen las entidades financieras reguladas, estarán en función del valor de cada vivienda conforme se establece en el siguiente cuadro:

Valor comercial vivienda de interés social	Tasa máxima de interés anual
Igual o menor a UFV 255.000	5,5%
De UFV 255.001 a UFV 380.000	6,0%
De UFV 380.001 a UFV 460.000	6,5%

Tasas máxima de interés para crédito al sector productivo

Según el Decreto Supremo 2055, artículo 5, las tasas de interés anuales máximas para crédito al sector productivo dependen del tamaño de cada unidad productiva de acuerdo a lo establecido en el siguiente cuadro:

Tamaño de la Unidad Productiva	Tasa máxima de interés anual
Micro	11,5%
Pequeña	7%
Mediana	6%
Grande	6%

In partnership with
Canada

IES
INNOVACION EN EMPRESARIADO SOCIAL

FUNDACIÓN
SOLYDES

FUNDA·PRÓ
FUNDACIÓN PARA LA PRODUCCIÓN