

Aprovechar las inversiones en capital accionario para crear mercados financieros inclusivos

El capital accionario como instrumento de financiamiento reviste particular importancia para el desarrollo responsable de los mercados financieros. Al comprar acciones de prestadores de servicios financieros (PSF) y otros tipos de instituciones, las instituciones financieras de desarrollo (IFD) y los inversionistas sociales cuentan con tres oportunidades claras de configurar a los actores del mercado y, a su vez, influir en el desarrollo de los mercados impulsando eventualmente la competencia, promoviendo la innovación, mejorando la eficiencia del mercado y generando efectos de demostración para atraer a otros actores y, en última instancia, mejorar la atención al cliente (gráfico 1).

En comparación con los prestamistas¹, los inversionistas en capital accionario tienen a su disposición una lista mucho más amplia de entidades en las que pueden invertir en el punto de partida o “*ingreso*”. Dado que el prestamista solo puede ganar el margen entre los costos de financiamiento y el interés y las comisiones determinados al inicio con el prestatario, su cartera de inversiones se limita a empresas con flujos de caja más regulares. Por el contrario, el inversionista en capital accionario puede apostar a empresas nuevas, que generan ingresos relativamente bajos, pero que muestran un fuerte potencial de crecimiento. En tal caso, el rendimiento que podrían obtener los inversionistas les permite asumir más riesgos y las pérdidas que genera una inversión pueden, al menos en teoría, compensarse con las ganancias de otra, siempre que haya una cartera cuantiosa de inversiones.

Los inversionistas en capital accionario también contribuyen a este rendimiento participando activamente en el desarrollo y *la gestión institucional* de la empresa en la que invierten. Por el contrario, los prestamistas a menudo pueden influir en el prestatario a través de acuerdos que impiden

determinadas actividades u otorgando préstamos que generan otros préstamos, como en el caso del financiamiento a pequeñas empresas. Sin embargo, la influencia del prestamista se define en las condiciones del préstamo y no se modifica durante la vigencia de este, a menos que el prestatario incumpla. A través de la gestión institucional, los inversionistas en capital accionario tienen la oportunidad de fortalecer la capacidad de la empresa en la que invierten y ayudar a crear la próxima generación de líderes del mercado.

La decisión de *salida* del inversionista genera un cambio de propiedad que puede eventualmente modificar la estrategia de la empresa y el desarrollo de los mercados. Un nuevo propietario, por ejemplo, podría tener distintos objetivos de crecimiento y rentabilidad para un PSF que podrían resultar difíciles de conciliar con la naturaleza que reviste la prestación de servicios al segmento ubicado en la base de la pirámide. De modo similar, las expectativas de rentabilidad pueden indicar lo que los posibles compradores deberían esperar y el tipo de compradores que podrían atraerse. El pago de los préstamos, por el contrario, no afecta el patrimonio del prestatario, sino que, a lo sumo, permite liberar los activos que se hayan utilizado como garantía. Las consideraciones sobre los plazos son también muy diferentes según se trate de deuda o de capital accionario. Los prestamistas establecen fechas de vencimiento fijas que se exigen en los contratos de deuda, mientras que los inversionistas en capital accionario cuentan al menos con cierta flexibilidad, dependiendo de sus fuentes de financiamiento y políticas internas, y deben ser pacientes y tratar de vender sus acciones cuando han alcanzado sus objetivos.

Para maximizar su impacto, los inversionistas en capital accionario deben centrarse más en cómo pueden interactuar con las empresas en las que invierten para contribuir al desarrollo del mercado y utilizar sus tres

¹ En el análisis se compara el capital accionario con la deuda a los efectos ilustrativos para destacar el carácter único de la función que cumple el primero. Esta comparación no apunta a disminuir la importancia de la deuda en el desarrollo del mercado ni a ignorar el hecho de que existen varios productos híbridos que combinan características de deuda y de capital accionario. Asimismo, no se aborda el financiamiento en forma de donaciones, a pesar de que resulta extremadamente importante para el desarrollo institucional, debido a que la capacidad de otorgar donaciones no es privativa de los inversionistas en capital accionario.

Gráfico 1. Puntos de influencia de los inversionistas en capital accionario



puntos de influencia —ingreso, gestión institucional y salida— con mayor eficiencia. La adopción de esta perspectiva más amplia del mercado no significa que dichos inversionistas deban renunciar a sus objetivos de inversión, sino que deben, más bien, promover sus intereses de modo tal de beneficiar también al mercado en su conjunto. Por ejemplo, podrían invertir en un PSF líder que se proponga prestar servicios a un segmento de clientes que se considera demasiado riesgoso. Al fortalecer el equipo de gestión de este PSF y ayudarlo a atender a los segmentos de bajos ingresos, el inversionista tiene la oportunidad de ayudar a atraer a otros actores del mercado demostrando que este segmento específico puede atenderse de manera rentable y en gran escala.

Para analizar el mercado en términos más generales, los inversionistas deben tener un conocimiento profundo de las causas de la exclusión financiera y las barreras del mercado que impiden a las personas pobres acceder a los servicios financieros. Este conocimiento debería formar parte del enfoque que adoptan a la hora de seleccionar las empresas en las que invertirán, de modo que puedan determinar

cómo agregarán valor a través de sus inversiones, esto es, cómo pretenden utilizar sus puntos de influencia y responder mejor ante dichas barreras (Rosskamp, 2014).

En el ámbito de la inclusión financiera, la mayoría de las IFD y los vehículos de inversión en microfinanzas (VIM)² aplica un **enfoque temático** a la inversión en capital accionario. Con este enfoque, el inversionista elige operar en un sector o zona geográfica específicos. Las posibles inversiones se examinan dentro del sector seleccionado y las decisiones se basan en una combinación en la que influyen el equipo, el entorno competitivo y el alcance geográfico. Por ejemplo, Caspian Impact Investment Advisers, una administradora de fondos privados de inversión en capital accionario dedicada a empresas socialmente responsables en India, buscó maneras de aplicar los conocimientos especializados obtenidos a partir de su experiencia en microfinanciamiento a otros desafíos que enfrentan las comunidades de bajos ingresos. Capitalizó el conocimiento y la labor que FSG—una organización sin fines de lucro orientada a los mercados inclusivos y conocida anteriormente

2 Según las orientaciones sobre divulgación de información de los VIM del CGAP, los VIM son entidades de inversión independientes que se especializan en microfinanzas y tienen el 50 % de sus activos no monetarios invertidos en dicho rubro. Están autogestionados o administrados por una empresa de gestión de inversiones y están abiertos a múltiples inversionistas. Pueden emitir acciones, pagarés u otros instrumentos financieros.

como Monitor Inclusive Markets— inició en 2006 para elaborar un modelo basado en el fortalecimiento del mercado para encarar la falta de viviendas asequibles para los hogares de bajos ingresos en India³, así como su experiencia en el terreno para identificar una nueva oportunidad de desarrollo del mercado que los inversionistas aún no habían considerado. Mediante la creación de un fondo de inclusión financiera, Caspian tuvo la posibilidad de invertir en un ámbito nuevo y “poner a prueba” al inversionista y al mercado en el que invierte, que posteriormente se convirtió en un segmento de mercado muy requerido por otros administradores de fondos. (Para más información, véase “De cara al futuro”).

Un enfoque relativamente nuevo en materia de inversión en capital accionario en el ámbito de la inclusión financiera se basa en la **tesis de inversión**. En este enfoque, el inversionista elabora la base intelectual de un tema específico. La tesis incluye una serie completa de problemas u oportunidades, una visión particular de cómo se verá el mundo en el futuro y un conjunto específico de factores que deben abordarse para lograr el objetivo. El inversionista tratará de estructurar actividades de inversión en torno a la tesis ya sea identificando empresas existentes que encuadran en la tesis de inversión o ayudando a crear empresas nuevas que puedan aprovechar la ventaja de una oportunidad identificada. A partir de la comprensión sistémica de los principales obstáculos a la inclusión financiera, Omidyar Network (ON), por ejemplo, elaboró tres tesis en torno a posibles soluciones: *i)* reducir el costo de llegar a las poblaciones desatendidas en los mercados emergentes promoviendo la digitalización de la interfaz minorista de la prestación de servicios financieros; *ii)* reducir el alto costo de la evaluación de los riesgos para miles de millones de consumidores sin historial crediticio o con un historial crediticio limitado que utilizan análisis sofisticados de huellas digitales alternativas, y *iii)* ofrecer una gama completa de productos y servicios financieros

a consumidores no bancarizados y financieramente desatendidos fomentando la innovación tecnológica. Posteriormente, ON realizó varias inversiones en capital accionario, tanto en forma directa como a través de fondos, en empresas nuevas que están creando una infraestructura para prestaciones basadas en la telefonía móvil en varias regiones⁴.

Mientras las inversiones de impacto siguen ganando terreno, las IFD y los inversionistas sociales tienen una oportunidad única para usar su instrumento de financiamiento de capital para contribuir en mayor medida a la creación de mercados inclusivos desde el punto de vista financiero y generar un impacto sostenible. En este contexto, este número de *Enfoques* tiene como objetivo analizar cómo se puede lograr esto articulando *i)* los tres puntos de influencia de la inversión en capital accionario; *ii)* los desafíos a los que se enfrentan los inversionistas al utilizar su influencia de manera eficaz, y *iii)* las áreas que merecen una mayor consideración.

Inversión en capital accionario y sus tres puntos de influencia

En esta sección se analizan los tres puntos en los que los inversionistas ejercen una influencia particular —*i)* ingreso, *ii)* gestión institucional y *iii)* salida—, y la manera que pueden utilizar esta influencia para contribuir al desarrollo del mercado y al éxito de la empresa específica en la que invierten.

Ingreso: Una amplia variedad de oportunidades

La mayor variedad de posibles empresas en las que se puede invertir representa una oportunidad para que los inversionistas influyan en el desarrollo del mercado. Hay tres tipos generales de empresas en las que los inversionistas en capital accionario pueden invertir y

3 MIM, an economic development consulting firm, initiated a donor-funded project in 2006 to develop a market-driven response to the lack of affordable housing for low-income households in India. Its analysis showed that construction of apartments for this market would be a profitable business.

4 ON busca generar impacto a nivel sectorial, más allá del nivel de las instituciones individuales, realizando tanto inversiones con fines de lucro directas como donaciones. Para cada sector en el que invierte, ON adquiere un conocimiento sistémico de los obstáculos más importantes y un conjunto de tesis de inversión en torno a posibles soluciones. Los conocimientos de ON a nivel sectorial sobre inclusión financiera llevaron a la aplicación de un enfoque basado en tres objetivos: *i)* realizar inversiones catalizadoras en empresas tecnológicas incipientes que pueden demostrar el éxito de las soluciones innovadoras basadas en el mercado; *ii)* promover la difusión de las enseñanzas y los conocimientos sectoriales con el objeto de orientar el diseño tanto de las políticas como de los productos y los servicios, y *iii)* respaldar cambios regulatorios y de políticas pertinentes orientados a promover sistemas financieros más inclusivos. Si bien muchos inversionistas no cuentan con los recursos para otorgar donaciones y respaldar el desarrollo del mercado con la misma intensidad que ON, su enfoque ofrece un ejemplo concreto de cómo aplicar una perspectiva orientada al desarrollo del mercado tomando decisiones sobre inversiones individuales.

Figure 2. Spectrum of Investment Opportunities



Fuente: Adaptado del documento de Matt Bannick y Paula Goodman, *Priming the Pump: The Case for a Sector-Based Approach to Impact Investing*, Omidyar Network, septiembre de 2012.

cada uno de ellos desempeña un papel importante en la evolución de los mercados (véase el gráfico 2).

1. Innovadores del mercado. En ocasiones, las personas y las empresas crean nuevos productos y servicios en formas inesperadas para el mercado. Aunque su modelo de negocios no esté totalmente elaborado ni probado, los innovadores pueden alterar un mercado existente o crear uno nuevo. Los inversionistas en capital accionario desempeñan una función catalizadora al proporcionar capital a empresas innovadoras, que suelen ser demasiado riesgosas o aún no cuentan con un flujo de caja suficiente para atraer financiamiento de deuda. Asimismo, las empresas nuevas que cuentan con escaso personal a menudo requieren un nivel importante de respaldo y conocimientos especializados que un inversionista en capital accionario puede aportar para que las innovaciones se conviertan en empresas sostenibles. Son ejemplos destacados

de innovadores en el sector financiero las empresas dedicadas a la prestación de servicios financieros digitales mediante el uso de tecnología de la información y las comunicaciones, y redes de distribución.

2. Empresas orientadas a expandir sus operaciones en el mercado. Las empresas que cuentan con un modelo de negocios de eficacia comprobada están bien posicionadas para ampliar sus operaciones en los mercados desatendidos o los segmentos de bajos ingresos. Si bien el modelo en sí mismo ya no se considera riesgoso e incierto en cuanto a la rentabilidad⁵, la ampliación supone riesgos propios, dado que pone a prueba la capacidad operativa y de gestión, así como la demanda del mercado en distintos segmentos. Las inversiones en empresas financieras que buscan ampliar sus operaciones pueden contribuir a los efectos de demostración y al aumento de la competencia en los mercados. Las instituciones de microfinanciamiento (IMF) son un ejemplo

5 Las empresas orientadas a la expansión en el mercado suelen ser empresas que crearon y lanzaron un producto, validaron su rentabilidad, y pusieron en marcha los sistemas de organización y de gestión necesarios para ampliar la escala de sus operaciones. Por ejemplo, estas empresas presentan menos riesgos y rendimientos potencialmente atractivos.

de empresas receptoras de inversiones que a menudo han demostrado ser empresas orientadas a la expansión en el sector financiero.

3. Empresas con infraestructura de mercado.

Uno de los elementos esenciales de la creación de mercados inclusivos es contar con una infraestructura que respalde y mejore su eficiencia general. En el sector financiero, esto suele incluir plataformas de información, centrales de riesgo, organismos de calificación crediticia, registros de garantías y plataformas de pago electrónico. Las políticas y las regulaciones a menudo determinan si es el sector público o el privado el que proporciona la infraestructura de mercado; en general, esta función recae en el sector público y las organizaciones no gubernamentales. Pero las empresas privadas también tienen la posibilidad de prestar estos servicios. La inversión en esas empresas podría contribuir a mejorar la eficiencia general del mercado. Con frecuencia, se trata de empresas nuevas que pueden beneficiarse de la inyección de capital, así como de los conocimientos especializados que los inversionistas en capital accionario pueden ofrecer para lanzar el producto al mercado. Sin embargo, no todas las inversiones en empresas de infraestructura de mercado contribuyen automáticamente a optimizar el desarrollo de este último. Por ejemplo, una central de crédito privada que solo opera con bancos no sería tan buena para el mercado como una que permita la participación de todos los tipos de entidades de financiamiento. Al brindar orientaciones estratégicas y conocimientos especializados, los inversionistas en capital accionario también pueden trabajar con empresas de infraestructura de mercado para asegurarse de que genere un efecto positivo en el mercado.

Gestión institucional: Un voz influyente en el directorio

Los derechos de propiedad son el punto de influencia que los inversionistas en capital accionario pueden utilizar para agregar valor durante todo el período de la inversión. Dichos inversionistas generan un impacto

directo en el gobierno corporativo manteniendo los derechos de los accionistas, incluido el posible derecho de nominar a uno o más miembros del directorio. El directorio ejecutivo a su vez adopta decisiones sobre la estrategia de la empresa en la que se invierte y selecciona y fiscaliza al equipo de gestión que implementa la estrategia. El gobierno institucional y el apoyo al desarrollo empresarial en términos más generales que prestan los inversionistas en capital accionario revisten particular importancia para que los innovadores del mercado y las empresas de infraestructura de mercado ayuden a elaborar/ poner a prueba modelos de negocios sostenibles⁶.

La selección, participación y orientación estratégicas cuidadosas de los miembros del directorio en la empresa puede influir en el desarrollo del mercado. Las empresas en las que el directorio supervisa con eficacia a un equipo de gestión cualificado tienen más probabilidades de alcanzar sus objetivos. Estos objetivos (por ejemplo, desarrollar un modelo de negocios innovador o aplicar en mayor escala un modelo de negocios de eficacia comprobada) pueden tener un impacto en el mercado creando un efecto de demostración, atrayendo a otros actores, como nuevos inversionistas, e influir en el entorno competitivo.

Caspian Impact Investment Advisers hizo más que identificar a las empresas en las que invertía, por ejemplo. A través de una gestión institucional activa, compartió sus conocimientos especializados en microfinanciamiento e hipotecas para ayudar a las empresas de financiamiento para la vivienda a elaborar modelos de negocios sostenibles, y varias de las empresas en las que Caspian invertía lograron atraer una segunda ronda de financiamiento de nuevos inversionistas. La iniciativa Venture Lab de Acción —un vehículo de inversión mundial que proporciona capital inicial a las empresas nuevas orientadas a la inclusión financiera— respalda las operaciones diarias de las empresas en las que invierte a través de una gestión institucional activa para maximizar las probabilidades de éxito. Además, ocupa una posición única para vincular a las empresas en las que invierte con los expertos técnicos internos de Acción y la comunidad de inclusión financiera en general.

⁶ ON ha señalado que los costos de capital humano de trabajar con empresas que recién se inician a menudo puede exceder los costos financieros (Bannick and Goodman, 2012).

Sin embargo, es más probable que se generen efectos en el mercado, como demostraciones que allanan el camino a otros actores, si los éxitos (y los fracasos) están bien documentados con información pertinente y se comparten ampliamente con el mercado, o pueden ser observados por este (véase el recuadro 1). El éxito de una empresa también puede contribuir a la transparencia del mercado, en la medida en que la administración y el directorio permitan que se pueda acceder fácilmente a información sobre la empresa, sus productos y su desempeño financiero.

La gestión corporativa eficaz puede contribuir a otros objetivos de desarrollo, entre ellos el compromiso explícito con prácticas empresariales responsables, como la adopción de los principios de protección del cliente⁷ o los estándares universales para la gestión del desempeño social⁸, que ocupan un lugar destacado en el sector de las microfinanzas.

Las empresas en las que se invierte contribuyen al desarrollo del mercado por otra vía distinta de la gestión exitosa, por ejemplo ayudando a fundar o dirigir una asociación sectorial, adoptando una postura activa en las plataformas de datos o contribuyendo a investigaciones y encuestas que generen información útil sobre el mercado. El directorio ejecutivo y los accionistas pueden alentar estas funciones de liderazgo en lugar de verlas como si se tratara de tiempo y recursos que la administración no dedica a la actividad principal.

Salida: Señales clave para el mercado

La decisión del inversionista de vender sus acciones y el consiguiente cambio patrimonial pueden tener una profunda incidencia en el futuro de la empresa en la que se invierte; la manera en que se retira también puede enviar señales importantes a otros actores del mercado. La salida ideal para las IFD o los inversionistas sociales debe convalidar los objetivos de la inversión: el inversionista habrá alcanzado sus objetivos financieros y de otra índole, y el nuevo comprador se comprometerá a seguir cumpliendo la misión de la empresa en la

que ha invertido. Este resultado positivo representa un incentivo para los inversionistas y los dueños de empresas que ya operan en el mercado o que tienen intenciones de ingresar en él.

Los inversionistas existentes deben tener en cuenta cuatro aspectos estratégicos clave (Rozas, 2014):

1. **Cuándo vender:** El momento y la forma de salida deberían integrar la decisión de invertir. Estos planes y preferencias deben analizarse con los demás inversionistas en capital accionario y la administración de la IFD.
2. **A quién vender:** Los inversionistas deben ponderar dos cuestiones clave cuando analizan a los posibles compradores. En primer lugar, deben determinar en qué medida el comprador es un inversionista con un punto de vista similar que comparte el compromiso con la misión de una empresa y resulta confiable en el sentido de que “mantendrá el rumbo” a lo largo del tiempo; este aspecto reviste particular importancia para los PSF que han asumido un firme compromiso social. En segundo lugar, deben considerar de qué manera el posible comprador puede agregar valor a la empresa en lo que respecta a orientación estratégica, conocimientos especializados y capital para el crecimiento.
3. **En qué condiciones y con qué mecanismos:** La inclusión de disposiciones en los convenios de accionistas podría ayudar a codificar y reforzar la misión y el compromiso social de la empresa. Sin embargo, también puede enviar una señal importante a los posibles compradores que pueden sentirse desalentados por dichas disposiciones. La exigibilidad jurídica de esas disposiciones varía considerablemente de una jurisdicción a otra y este enfoque solo funcionaría si la mayoría de los inversionistas respaldara esos compromisos.
4. **A qué precio:** Las salidas que no son rentables o que han fracasado de otras formas envían señales de advertencia a otros inversionistas. Cuando la salida genera una rentabilidad extraordinaria, se corre el riesgo de generar expectativas poco realistas y dar lugar a titulares no deseables⁹.

7 Los principios de protección del cliente son los estándares mínimos de protección que los clientes deberían recibir cuando hacen negocios con una IMF. Para obtener más información, véase <http://www.smartcampaign.org/about/smart-microfinance-and-the-client-protection-principles>.

8 Los estándares universales para la gestión de desempeño social, adoptados por el Grupo de Acción sobre el Desempeño Social, ayudan a orientar estas acciones para que todas las IMF logren resultados en dos niveles distintos.

9 Exits also have a very practical impact on existing investors, who typically have to value their investments on a regular basis for reporting to their funders. Recent exit prices play an important role in the valuation process.

Recuadro 1. ¿Qué pueden hacer los inversionistas para generar un efecto de demostración?

La demostración es una parte importante de la creación de mercados inclusivos y la generación de impacto. Se trata de poner a prueba la validez de un nuevo modelo de negocios, producto u otro tipo de innovación para alentar a otros actores del mercado a adoptar una clase de comportamiento. De hecho, las empresas pueden generar efectos beneficiosos en el mercado, como i) inspirar a imitadores, ii) provocar una respuesta competitiva de las empresas existentes, y iii) centrar la atención en deficiencias del mercado no identificadas anteriormente (Kubzansky y Breloff, 2014). Por lo tanto, al invertir en distintos tipos de empresas y trabajar con ellas, los inversionistas en capital accionario tienen la oportunidad de crear un efecto de demostración.

No obstante, las inversiones no siempre permiten mostrar que algo funciona en la práctica o corregir una percepción imprecisa del mercado. A menudo, cuando no se conocen bien los resultados o no se entienden con claridad las razones del éxito, otros actores tienen menos probabilidades de aprender, adoptar o incluso mejorar sus prácticas.

La información desempeña un papel esencial. Los inversionistas de impacto deben contar con un plan deliberado sobre la manera en que se transferirán los conocimientos de la demostración. Para ello, es preciso definir desde un principio lo que se está demostrando. Puede tratarse de determinar la viabilidad de un producto específico, un proceso específico, una estructura organizativa o una filosofía comercial, como las relaciones responsables con los clientes.

Los inversionistas de impacto también deben asegurarse de que se extraiga la información pertinente. Si bien las empresas suelen generar una variedad de información sobre los productos y su comercialización, dicha información no apunta necesariamente a brindar pruebas convincentes de la viabilidad de un nuevo producto o enfoque. Incluso la información financiera que muestra que una empresa

es rentable suele no incluir suficientes detalles para que un tercero pueda evaluar y replicar los resultados.

El intercambio de hechos pertinentes es de vital importancia para demostrar que los resultados son alcanzables. El tipo de información variará de un caso a otro, pero a menudo se centrará en cuestionar la validez de los supuestos. Por ejemplo, si los actores del mercado normalmente consideran que un segmento particular de clientes es demasiado riesgoso para recibir crédito, el intercambio de información sobre la calidad de la cartera de préstamos de la empresa innovadora podría corregir esta interpretación errónea. Si se aplica una nueva filosofía comercial para mejorar la prestación del servicio a los clientes, como la centralidad del cliente, los resultados de las encuestas de clientes y los datos sobre transacciones reiteradas podrían ser útiles para justificar dichas prácticas y el rendimiento que pueden generar si las adoptan otros actores del mercado. Por lo tanto, el tipo de información que se ha de compartir se refiere menos a la metodología para obtener resultados, que suele ser información confidencial, y más a demostrar con datos empíricos que dichos resultados pueden lograrse.

La difusión activa es otro componente clave de la demostración. Por ejemplo, la iniciativa Venture Lab de Acción hace hincapié en compartir proactivamente las historias, los éxitos e incluso los fracasos de las empresas en las que invierte. El personal no se limita a garantizar que la información esté disponible, sino que sigue muy de cerca las apariciones en los medios de comunicación y los "rumores" que circulan en el sector para evaluar la manera en que se está difundiendo la información (Breloff y Khosla, 2014).

Por último, los inversionistas deberían determinar si se ha generado el efecto de demostración. ¿Se ha logrado demostrar mediante criterios de viabilidad que la empresa puede atraer nuevos inversionistas? ¿Otras empresas están copiando la innovación? De no ser así, ¿a qué se debe?

Desafíos a los que se enfrentan los inversionistas de impacto al utilizar su influencia de manera eficaz

Para que los inversionistas en capital accionario puedan aprovechar sus inversiones para crear un mercado más amplio, deben cambiar la manera de trabajar, lo que en algunos casos individuales podría resultar dificultoso. En esta sección se analizan estas limitaciones y las posibles soluciones.

Ingreso: Responder a las necesidades del mercado

Hasta el momento, la mayoría de los inversionistas de impacto se han centrado en empresas que buscan expandir sus operaciones en el mercado. Por ejemplo, más del 90 % de los activos administrados para inversiones de impacto se invierte en las etapas posteriores al período de riesgo o de ampliación de las operaciones (J. P. Morgan, 2014). Una situación similar se plantea en el caso de la inclusión

financiera, en que la mayoría del financiamiento de las IFD y los VIM se destina a PSF que atienden al segmento de bajos ingresos y aplican un modelo de negocios de eficacia comprobada¹⁰. Por otro lado, existe la opinión cada vez más generalizada de que las inversiones en empresas innovadoras así como en empresas de infraestructura de mercado resultan insuficientes; aun así, dichas empresas también contribuyen significativamente a la creación de mercados más inclusivos¹¹.

Con rendimiento limitado o costos elevados, la decisión de ingresar para las empresas nuevas y el equilibrio entre el riesgo y el rendimiento que debe alcanzar el inversionista se distinguen del caso de las empresas que buscan expandir sus operaciones. Identificar el modelo de negocios adecuado para las empresas de infraestructura de mercado puede resultar incluso más complicado, debido a la función relacionada con los bienes públicos que suelen cumplir, y no todas las modalidades de servicios pueden comercializarse fácilmente. Aunque estas empresas puedan generar ingresos, es posible que ni siquiera se obtenga rentabilidad y los inversionistas pueden necesitar realizar un compromiso a largo plazo. Para el inversionista en capital accionario, esto significa hacer menor hincapié en las ganancias de capital (algo poco frecuente).

Asimismo, identificar estas empresas en las que se ha de invertir requiere mucho trabajo: la iniciativa Venture Lab de Acción revisó más de 1000 solicitudes para invertir en 21 empresas. Los inversionistas en participación accionaria de impacto a menudo son empresas pequeñas ubicadas en países en desarrollo que cuentan con personal limitado. Por lo tanto, suelen mostrarse dispuestas a identificar empresas que buscan expandirse.

Este desfase entre el capital que se necesita para el desarrollo del mercado y lo que se ofrece se relaciona

con las estructuras de los inversionistas en capital accionario.

El modelo basado en el capital accionario es más adecuado para las grandes inversiones.

Este modelo a menudo se emplea para diversificar las inversiones mancomunando fondos con otros inversionistas para trabajar con administradores de fondos experimentados y centrarse en los objetivos de inversión específicos. En el ámbito de la inclusión social, este modelo se utiliza principalmente con los VIM, que proporcionan aproximadamente el 60 % del financiamiento de capital a los PSF¹². La estructura de compensación de un fondo de capital consiste en una comisión por administración basada en el tamaño del fondo y una fórmula de “remuneración” para distribuir las ganancias entre los inversionistas y el administrador del fondo¹³. En consecuencia, hay un incentivo para crear fondos cuantiosos con un número relativamente pequeño de inversiones menos exigentes. Por el contrario, las empresas innovadoras o de infraestructura de mercado en general requieren inversiones relativamente pequeñas y considerable apoyo práctico, de ahí que el modelo basado en los fondos de capital no genere necesariamente fuertes incentivos para invertir en esos tipos de empresas.

Se están realizando múltiples esfuerzos para que este modelo propicie el financiamiento de las empresas nuevas. En algunos fondos se han abordado los elevados costos de identificar empresas pequeñas en las que invertir y de trabajar con ellas otorgando donaciones y comisiones por administración más altas al administrador del fondo. Para hacer frente a los elevados riesgos, algunos fondos incluyen cobertura por primera pérdida a cargo de un inversionista o un donante que acuerda sufragar las primeras pérdidas generadas por la inversión. Si bien el cambio de la estructura de compensación es otra adaptación plausible, no fue adoptado por

10 Cabe señalar que la comparación de las cifras de inversiones de innovadores del mercado, empresas de infraestructura de mercado y empresas orientadas a la expansión no es una tarea sencilla, dado que, por definición, estos últimos suelen requerir más financiamiento. Asimismo, es imposible saber si un mayor financiamiento a los innovadores del mercado y a las empresas de infraestructura de mercado se traduciría en un mayor número de empresas exitosas.

11 Este tema se analiza detenidamente en Koh, Karamchandani y Katz (2012).

12 Estimación basada en la encuesta del CGAP a entidades de financiamiento, 2014, y la encuesta de Symbiotics a VIM (2014).

13 Las comisiones por administración varían entre el 1,5 % y el 3 %, por lo general, las comisiones del 3 % corresponden a fondos pequeños de menos de USD 50 millones. Se suelen reducir entre 25 y 50 puntos porcentuales una vez finalizado el período de inversión. Habitualmente, la fórmula de remuneración consiste en un 80 % para los inversionistas y el 20 % para los administradores.

ninguno de los fondos incluidos en la presente investigación. Por ejemplo, podría incrementarse la comisión por administración, de manera que los administradores cuenten con mayor presupuesto operativo y puedan responder a las necesidades de las empresas nuevas, adaptarse rápidamente a las cambiantes condiciones del mercado y atraer capital humano con los conocimientos especializados adecuados. Una variante de la idea adaptar los incentivos del administrador del fondo es la iniciativa que toman algunos inversionistas para dividir la remuneración en un componente financiero y un componente social (Global Impact Investing Network [GIIN], 2011). Este enfoque permite no solo compensar a los administradores de los fondos por el mayor nivel de riesgos, sino también centrar la atención en los resultados del desarrollo del mercado. Algunas de esas iniciativas también podrían aplicarse a fondos que se especializan en inversiones destinadas a aumentar la escala de las operaciones como incentivo para alentarlos a asumir riesgos, como llevar los modelos de negocios de eficacia comprobada a nuevos territorios y productos.

Las IFD no están muy dispuestas a afrontar riesgos.

Además de trabajar a través de los fondos, las IFD también pueden optar por tener participación directa en las empresas. Como instituciones financiadas con fondos públicos, tienen el mandato de proporcionar capital a más largo plazo al sector privado para inversiones que promuevan el desarrollo. Sus inversiones son las más adecuadas cuando los inversionistas privados no invierten lo suficiente debido a los riesgos reales o percibidos.

En el ámbito de la inclusión financiera, las IFD han demostrado que el riesgo asociado a las IMF es menor de lo que se percibía anteriormente y atrae, por lo tanto, más capital privado al sector. Ahora que se ha atraído capital privado, las IFD parecen estar bien posicionadas para ayudar a subsanar las deficiencias que se observan a la hora de respaldar a la próxima generación de innovadores del mercado. Algunas IFD respaldan la innovación con servicios financieros digitales a través de inversiones en capital accionario. A menudo invierten en empresas que se encuentran en la etapa inicial o de crecimiento, y que ya cuentan con un historial inicial con un volumen de

inversiones de entre USD 2 millones y USD 5 millones. Si bien suelen proporcionar capital paciente, su estructura de incentivos no alienta la predisposición a afrontar un riesgo mayor para invertir en empresas nuevas y que se encuentran en las primeras etapas, y son propensas a desembolsar mayores sumas de dinero con grandes inversiones directas o a través de fondos.

Las IFD podrían elaborar otras estructuras de inversión que respondan mejor a las necesidades de las empresas innovadoras. Por ejemplo, podrían crear, junto con otros grandes inversionistas directos, laboratorios de innovación en materia de inversiones similares a la iniciativa Venture Lab de Acción que fomente la experimentación y promueva nuevos modelos de negocios mediante la inversión y la gestión activas. Comparar el desempeño de estas estructuras de inversión alternativas con los fondos de capital privado orientados a la innovación podría ayudar a los inversionistas a seguir refinando los enfoques óptimos para financiar la innovación.

Gestión institucional: Ser un propietario activo y alinear los intereses

La mayoría de las IFD y los inversionistas sociales reconocen la importancia de la gestión institucional a la hora de influir en los cambios a nivel institucional y de los mercados. Si bien cuentan con importantes recursos específicos para mejorar las habilidades técnicas de los miembros del directorio, incluso el miembro más experimentado de este órgano puede fallar si los inversionistas no han creado las condiciones para una gestión eficaz. De hecho, investigaciones recientes llevadas a cabo en el ámbito de las microfinanzas sugieren que las IFD y los inversionistas sociales no están aprovechando plenamente la oportunidad de utilizar este punto de influencia y fortalecer la gestión institucional de los PSF (McKee, 2012).

Integrar las consideraciones sobre el desarrollo del mercado en el proceso de gestión institucional es aún más difícil que los desafíos bien documentados de la gestión corporativa en términos más generales. Los accionistas y el directorio deben ponerse de acuerdo sobre los

objetivos, los parámetros de medición adecuados y la forma de evaluar los avances. A menos que los inversionistas hayan llegado a un acuerdo explícito sobre el desarrollo del mercado u otros objetivos, y puedan brindar orientaciones claras al directorio, es probable que a este último le resulte extremadamente difícil resolver dichas cuestiones por su cuenta. Esto puede resultar especialmente difícil en el proceso de incrementar las inversiones, cuando un inversionista nuevo, menos orientado al desarrollo, se incorpora a un grupo de accionistas que puede no compartir la misma visión de la empresa.

Una cuestión íntimamente relacionada consiste en definir el equilibrio adecuado entre lo que es bueno para la empresa en la que se invierte y lo que es bueno para el mercado; es necesario analizar aspectos importantes como los plazos y los recursos financieros, y ponerse de acuerdo al respecto. Como ejemplo de un desafío relacionado con la gestión institucional puede mencionarse una decisión del directorio en virtud de la cual el director general de la empresa debe crear y dirigir una asociación sectorial para contribuir al desarrollo del mercado. Esta decisión plantea interrogantes sobre la manera de estimar los diversos costos para el negocio de la empresa y los beneficios potenciales de la asociación sectorial, de modo que pueda lograrse un equilibrio. El directorio también debería considerar la forma en que evaluará el éxito del director general en la creación de la asociación y las medidas que debería adoptar si este no lograra su cometido. Llegar a un acuerdo sobre estas cuestiones puede entrañar un desafío considerable para el directorio ejecutivo.

La gestión institucional es un punto de influencia de tanto peso que es importante que los inversionistas en capital accionario traten de acordar los objetivos que deberá cumplir la empresa en la que invierten y proporcionen un mandato claro para el directorio. Este incluirá sus expectativas sobre cómo y en qué medida la empresa debería contribuir al desarrollo del mercado para lograr la inclusión financiera; estas expectativas también podrían plasmarse en un acuerdo de accionistas, así como en requisitos para presentar informes sobre iniciativas de inclusión financiera y los resultados obtenidos.

Salida: La decisión suele tomarse en circunstancia no óptimas

Si bien las salidas pueden tener un gran impacto en la empresa en la que se invierte o en el desarrollo del mercado, suelen ser el punto de influencia que más escapa al control del inversionista en capital accionario. La salida óptima desde una perspectiva de desarrollo del mercado es aquella en la que el nuevo inversionista está comprometido con la misión de la empresa en la que invierte y aporta nuevos recursos, como financiamiento, experiencia e ideas, para la nueva etapa del desarrollo de la empresa.

Pero decidir cuándo retirarse puede ser todo un desafío. El momento ideal es cuando el inversionista concluye que se han logrado sus objetivos, hay compradores que cumplen los requisitos necesarios y las condiciones del mercado son adecuadas para obtener un precio de salida justo. Estas condiciones no siempre se corresponden con el marco temporal de la inversión y pueden dar lugar a salidas que no son óptimas para el inversionista, la empresa en la que se invierte ni el mercado.

La estructura de los fondos de capital privado es un factor que puede afectar la decisión sobre el momento adecuado. Si bien esos fondos suelen incluir opciones de prórroga, la fecha límite para devolver los fondos a los inversionistas genera un plazo máximo de inversiones. Si la fecha de vencimiento de un fondo coincide con las condiciones económicas negativas, las posibilidades de salida se verán inevitablemente afectadas. Existe también un desincentivo para las salidas tempranas, incluso en el caso de inversiones exitosas, debido a que la estructura de comisiones está basada en activos administrados. Un tema relacionado es cómo decidir el momento de la salida cuando hay un rendimiento financiero atractivo y un desempeño decepcionante en cuanto a generación de impacto o viceversa.

Muchos fondos tienen fechas de vencimiento flexibles en la práctica, dado que los inversionistas pueden extender su vigencia. Pero esto también implica que se reducirá la comisión por administrar un fondo con unas pocas inversiones restantes. Podría adaptarse la estructura del fondo para facilitar las salidas, por ejemplo estableciendo fechas de

vencimiento a más largo plazo o más flexibles para que los administradores tengan más tiempo de trabajar productivamente con las empresas en las que invierten.

Procurar que el foco en el rendimiento del inversionista se traslade de la salida a los pagos de dividendos en curso podría ser otro enfoque para facilitar la decisión de salida. Este modelo permitiría reducir la presión sobre las salidas y brindar a los inversionistas más tiempo para trabajar con las empresas en las que invierten; sin embargo, también llevaría a que se redujera la capacidad de estas últimas para reinvertir sus ganancias en beneficio de sus cliente¹⁴.

No obstante, aunque el inversionista tenga la posibilidad o la flexibilidad para trabajar más tiempo con las empresas en las que invierte, su permanencia excesiva puede desalentar a otros posibles inversionistas. La decisión de trabajar más tiempo con dichas empresas implica sopesar cuidadosamente las necesidades del negocio y la necesidad de alentar a los inversionistas a ingresar en el mercado.

Otro aspecto difícil de la salida es la tarea de decidir a quién vender las acciones. Los inversionistas sociales suelen dedicar importantes esfuerzos a garantizar su derecho a seleccionar compradores responsables y en ocasiones les exigen que asuman compromisos para respaldar la misión de la empresa en la que invierten¹⁵. Sin embargo, si la elección de los compradores es limitada y los plazos no son flexibles, las opciones del inversionista también son limitadas. Las listas públicas son una solución posible para inversiones cuantiosas en países con mercados de títulos desarrollados, pero esas condiciones son muy poco frecuentes. Dichas salidas también generan desafíos relacionados con la estructura de propiedad dispersa y el impacto en la gestión.

Por último, si un inversionista vende sus acciones a un comprador que no comparte los objetivos de los demás inversionistas, puede generarse el desafío de mantener la misión inicial de la empresa en la que se invierte. El derecho de acompañamiento¹⁶ puede proteger a los inversionistas existentes de tener que trabajar con un nuevo inversionista incompatible, pero menoscaba el impacto de la inversión en lo que se refiere a la demostración de mercado y la creación de condiciones atractivas. La opción del derecho de preferencia¹⁷ podría no resultar práctico si el posible nuevo inversionista puede pagar un precio más elevado que el inversionista existente¹⁸.

De cara al futuro

El potencial de que en la práctica los inversionistas de impacto utilicen su influencia de manera tal de generar mercados financieros más inclusivos resulta sumamente interesante y se basa en la experiencia de trabajo de dichos inversionistas con las distintas empresas en las que invierten. Sin embargo, para garantizar la implementación eficaz y superar los desafíos analizados en este número de *Enfoques* se necesita incrementar el nivel de trabajo. Existen áreas específicas que requieren esfuerzos adicionales.

Coordinar con otros inversionistas y partes interesadas

Los mercados están en constante evolución y los inversionistas no cuentan necesariamente con la capacidad y la presencia física adecuadas para comprender las necesidades y responder a ellas con rapidez. Por lo tanto, cuantas más partes interesadas participen en la coordinación compartiendo información y trabajando en forma colaborativa, mayores serán las posibilidades de éxito. El escenario

14 Para acceder a un resumen del proyecto en curso en el que se investiga el uso de los pagos de dividendos y otros enfoques para obtener liquidez, véase Callejón y Campbell (2015).

15 En algunos casos, los posibles compradores pueden verse desalentados por las condiciones del derecho de preferencia que los inversionistas en ocasiones utilizan para protegerse de las ventas de otro inversionista a un comprador que los demás inversionistas no consideran aceptable. Estas condiciones pueden generar el efecto no deseado de desalentar a compradores atractivos (y no atractivos) que no están dispuestos a atravesar un proceso completo de negociación y debida diligencia para luego enterarse de que algunos de los inversionistas existentes ejercerá su derecho de preferencia.

16 El derecho de acompañamiento confiere a un inversionista minoritario la posibilidad de participar en la transacción y vender sus acciones en la empresa cuando el socio mayoritario las venda.

17 El derecho de preferencia permite a los inversionistas adquirir acciones antes de que un tercero las compre.

18 Un tema que debería analizarse en mayor detalle es la estructura de incentivos para los asesores de inversiones que se encargan del proceso de salida, que suele relacionarse con el precio final de venta. Esta estructura de compensación brinda claros incentivos para que los asesores se centren en el precio, a expensas del costo de otros factores, aunque el precio no sea la principal preocupación del vendedor.

ideal es aquel en el que las partes interesadas crean una visión colectiva de los obstáculos a la inclusión financiera y un plan y un compromiso compartidos para superarlos.

En los casos en que este escenario no es viable, una forma de coordinación menos exigente pero también importante es el intercambio de información. Esto podría lograrse a través de las estructuras existentes, como las asociaciones sectoriales, los facilitadores a nivel de los países o de los mercados¹⁹, o trabajando en estrecha colaboración con otros inversionistas de impacto. Un ejemplo práctico de intercambio de información sería que los inversionistas mancomunaran sus recursos para tercerizar los estudios de mercado. Ello no solo reduciría los costos de investigación, sino que también proporcionaría a los inversionistas una base de información para consultas. Los inversionistas de impacto podrían también comprometerse a intercambiar información sobre problemas y las enseñanzas recogidas de los fracasos. Si bien se trata de información sensible que debe manejarse con cuidado, el intercambio de información podría contribuir significativamente al desarrollo del mercado.

La interacción con entes reguladores y autoridades normativas también podría favorecer considerablemente el desarrollo del mercado. Si bien los inversionistas individuales suelen carecer del tiempo o los recursos para hacerlo en forma directa, y sus esfuerzos en ese sentido pueden verse como si estuvieran orientados a satisfacer los propios intereses, la coordinación puede ayudar a conciliar las opiniones colectivas de los inversionistas y garantizar que se comparta su experiencia práctica.

Como se mencionó anteriormente, Caspian Impact Investment Advisers aprovechó la labor que FSG/MIM inició en 2006 para evaluar el mercado de empresas que ofrecen viviendas asequibles en India. FSG/MIM trabajó en estrecha colaboración con partes interesadas clave, como donantes, inversionistas y más de 600 desarrolladores de viviendas, para elaborar y promover el concepto²⁰. Con creciente interés, ayudó al primer

desarrollador a iniciar sus actividades, entre otras cosas seleccionando un sitio y consiguiendo un proveedor de hipoteca financiera asequible, entre otras iniciativas. En forma paralela, Caspian recaudó fondos para invertir en este sector a través de su Fondo de Inclusión Financiera de India. Realizó varias inversiones, incluida en la empresa concebida por FSG/MIM, para otorgar una hipoteca a los prestatarios de bajos ingresos y desempeñó una función de gestión activa. FSG/MIM trabajó posteriormente con el Gobierno en cuestiones relacionadas con las políticas de vivienda y la publicación de informes sectoriales para compartir información sectorial; Caspian ha contribuido constantemente a esos informes y compartido sus opiniones sobre cuestiones de políticas relativas a la vivienda accesible. La labor de FSG/MIM, Caspian y otros para desarrollar el mercado de vivienda en India ha tenido un impacto positivo. En dicho país se han vendido más de 80 000 viviendas a personas de bajos ingresos. No solo varias empresas en las que invierte Caspian han atraído una segunda ronda de financiamiento de nuevos inversionistas, sino que el financiamiento para la vivienda en India actualmente se percibe como un mercado con potencial.

Colaborar para fortalecer la infraestructura del mercado

Si bien las características específicas de la inversión en infraestructura puede hacer que esta resulte poco práctica para muchos inversionistas de impacto, la infraestructura de mercado es demasiado importante para que el sector en su conjunto la ignore. Aquellos que no pueden invertir directamente deben buscar otras formas de garantizar que se cree la infraestructura adecuada.

Estas actividades pueden incluir trabajar con las asociaciones sectoriales para identificar las necesidades de infraestructura y señalar esas necesidades a la atención de los actores que correspondan. Las IFD podrían considerar el ejemplo de la Corporación Financiera Internacional (IFC), que ha fomentado la creación de centrales de riesgo y registros de garantía organizando actividades de promoción,

¹⁹ Un actor independiente que está cerca del mercado y, por lo tanto, puede supervisar los avances de este en forma continua.

²⁰ La labor de FSG/MIM se describe en Koh, Hedge y Karamchandani (2014).

Recuadro 2. Seguimiento del impacto indirecto

Los inversionistas de impacto se han dedicado a medir el impacto de sus inversiones en términos de desarrollo para garantizar la rendición de cuentas y verificar los avances. Recientemente se han alcanzado logros muy importantes con la creación de parámetros para medir el desempeño social (por ejemplo, las normas para informar sobre el desempeño de las inversiones de impacto, el sistema mundial de calificaciones de inversiones de impacto, los indicadores de desempeño social para las microfinanzas, etc.). Los inversionistas pueden presentar informes sobre el impacto social directo de las empresas en las que invierten, como la cantidad de mujeres u hogares de bajos ingresos a las que dichas empresas prestan servicios.

Los inversionistas deben prestar más atención a otra forma de impacto en términos de desarrollo: el impacto indirecto de las empresas que pueden generar efectos beneficiosos en el mercado. Kubzansky y Breloff (2014) han identificado tres impactos indirectos: *i*) inspirar a imitadores, *ii*) generar una respuesta competitiva de las empresas existentes y *iii*) centrar la atención a las deficiencias del mercado no identificadas anteriormente.

Los desafíos que plantean estos resultados indirectos es que suelen ser impredecibles y difíciles de detectar incluso después del hecho. No obstante, si pueden

identificarse, también pueden crear oportunidades para generar conocimientos que pueden beneficiar al mercado y generar posibles efectos secundarios.

La iniciativa Venture Lab de Acción está probando varios enfoques para identificar el impacto indirecto de sus inversiones en empresas nuevas y generar información que contribuya a un debate sectorial sobre este tema. Estos enfoques son los siguientes:

- **Definir vías alternativas para aumentar la escala de operaciones**, destacando el rol del pionero en los resultados finales exitosos.
- **Realizar esfuerzos para sensibilizar y seguir de cerca los “rumores”** para medir el grado de conciencia y la influencia.
- **Centrarse en el sector y en la empresa**, midiendo los productos del sector y de las empresas, y sentando las bases para comprender los posibles vínculos entre ellos.
- **Tolerar distintos datos en distintas etapas de innovación**, dado que el impacto se reflejará de distintas formas durante la vigencia del proyecto: por ejemplo, el hecho de que una empresa nueva pase de no tener clientes a tener 1000 puede conllevar un mayor impacto que si una firma más grande incorpora 1000 clientes.

Fuentes: Kubzansky y Breloff (2014) y Breloff y Khosla (2014).

otorgando financiamiento en forma de donaciones y brindando conocimientos especializados²¹. Los inversionistas también pueden colaborar con proveedores específicos para asegurarse de que sus servicios respondan mejor a las necesidades y que los proveedores puedan monetizar su oferta.

Elaborar parámetros de medición del desarrollo del mercado

La medición del impacto es uno de los desafíos más importantes cuando se trata de incluir los objetivos de desarrollo del mercado en las estrategias de inversión en capital accionario. Los inversionistas de impacto deben tener en claro no solo el impacto que buscan lograr en el mercado, sino también la manera de medirlo y analizarlo para determinar si una decisión específica de financiamiento contribuyó al desarrollo del mercado (véase el recuadro 2).

Dados los desafíos asociados a la medición del impacto de las empresas individuales en las que se invierte, la evaluación del impacto en el mercado resulta más compleja. Sin embargo, se están haciendo nuevos esfuerzos para definir principios y estándares más generales de medición a nivel de mercado, y los inversionistas pueden beneficiarse de esos esfuerzos y contribuir a ellos²².

Organizaciones entrevistadas

Frontier Investments Group de Acción
Iniciativa Venture Lab de Acción
Grassroots Capital Management
Omidyar Network
Corporación Financiera Internacional
Corporación de Inversiones Privadas en el Extranjero (OPIC)

21 Para obtener información sobre el Programa de Verificación de Antecedentes Crediticios de IFC, consulte http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/REGION__EXT_Content/Regions/Sub-Saharan+Africa/Advisory+Services/AccessFinance/Credit+Bureaus+Program/.

22 El CGAP está trabajando con entidades de financiamiento y expertos sectoriales para elaborar formas innovadoras e integrales de medir el desarrollo de los mercados inclusivos. Para obtener más información, visite <http://www.cgap.org/topics/impact-and-measurement>.

References

Bannick, Matt y Paula Goodman (2012), *Priming the Pump: The Case for a Sector-Based Approach to Impact Investing*, Washington, DC: Omidyar Network, septiembre.

Breloff, Paul y Rishabh Khosla (2014), "Measuring the Indirect Impact of Market Innovators", *Stanford Social Innovation Review*, 4 de marzo.

Burjorjee, Deena y Barbara Scola (2016), *A Market Systems Approach to Financial Inclusion: Guidelines for Funders*, Washington, DC: CGAP, septiembre.

Burnham, Bill (2005), "Deal Flow Is Dead, Long Live Thesis Driven Investing", blog Burnham's Beat, 25 de mayo. www.billburnham.blobs.com.

De Callejon, Diana Propper y Bruce Campbell, *Innovative Deal Structures for Impact Investments*. www.bluedotlaw.com/wp-content/uploads/2015/08/ProjectSummaryApril2015.pdf.

El-Zoghbi, Mayada y Kate Lauer (2013), *Facilitar el desarrollo del mercado para promover la inclusión financiera*, Enfoques n.º 86, Washington, DC: CGAP, octubre.

Global Impact Investing Network (2011), *Impact-Based Incentive Structures: Aligning Fund Manager Compensation with Social and Environmental Performance*, diciembre.

J. P. Morgan (2014), *Spotlight on the Market: The Impact Investor Survey*, Nueva York: J. P. Morgan, 2 de mayo.

Koh, Harvey, Ashish Karamchandani y Robert Katz (2012), *From Blueprint to Scale: The Case for Philanthropy in Impact Investing*, Monitor Group en colaboración con el fondo Acumen, abril.

Koh, Harvey, Nidhi Hedge y Ashish Karamchandani (2014), *Beyond the Pioneer: Getting Inclusive Industries to Scale*, Deloitte Touche Tohmatsu India Private Limited, abril.

Kubzansky, Mike y Paul Breloff (2014), "On Innovators and Pinballs", *Stanford Social Innovation Review*, 3 de septiembre.

McKee, Katharine (2012), *Apoyo al doble resultado final: Participación activa de los inversionistas en capital accionario en la gestión institucional de entidades microfinancieras*, Enfoques n.º 79, Washington, DC: CGAP, mayo.

Roskamp, David (2014), "Typology of Venture Investing", 17 de noviembre. www.drosskamp.com.

Rozas, Daniel (2014), *The Art of the Responsible Exit in Microfinance Equity Sales*, Foro 9, Washington, DC: CGAP y Centro para la Inclusión Financiera.

Shahnaz, Durreen, Robert Kraybill y Lester M. Salamon (2014), "Social and Environmental Exchanges", en Lester M. Salamon, editor, *New Frontiers of Philanthropy: A Guide to the New Tools and Actors Reshaping Global Philanthropy and Social Investing*, Nueva York: Oxford University Press.

Please share this Focus Note with your colleagues or request extra copies of this paper or others in this series.

CGAP welcomes your comments on this paper.

All CGAP publications are available on the CGAP Web site at www.cgap.org.

CGAP
1818 H Street, NW
MSN P3-300
Washington, DC
20433 USA

Tel: 202-473-9594
Fax: 202-522-3744

Email:
cgap@worldbank.org
© CGAP, 2016

La autora de este número de *Enfoques*, Estelle Lahaye, desea agradecer a Gail Buyske por sus importantes contribuciones al documento, incluida su colaboración y apoyo invaluable a lo largo de este proyecto. Asimismo, agradece a miembros del personal de IFC, Frontier Investments Group y Venture Lab de Acción, OPIC, Omidyar Network y Grassroots Capital

Management, quienes compartieron sus propias ideas y experiencias. Agradece también a los siguientes colegas que examinaron este número de *Enfoques* y aportaron comentarios inestimables: Mayada El-Zoghbi, Frederik Jan van den Bosch, Deborah Drake, Louise Moretto, Kate McKee, Olga Tomilova, Erin Scronce, Anna Nunan y Barbara Scola.

Con fines bibliográficos, se sugiere citar este documento de la serie como:

Lahaye, Estelle (2016), *Aprovechar las inversiones en capital accionario para crear mercados financieros inclusivos*, *Enfoques* n.o 104, Washington, DC: CGAP, marzo.

ISBN 978-1-62696-076-3

