

Marco de trabajo para la financiación de emprendimientos a través de la inversión de impacto

Mauricio José Martínez Pérez

Trabajo de Grado para Optar el título de Magister en Ingeniería Industrial

Director

Aura Cecilia Pedraza Avella

Doctora en Ciencias Económicas

Codirector

Orlando Enrique Contreras Pacheco

Magister en Gerencia de Negocios

Universidad Industrial de Santander

Facultad de Ingenierías Fisicomecánicas

Escuela de Estudios Industriales y Empresariales

Maestría en Ingeniería Industrial

Bucaramanga

2018

Dedicatoria

A Lina y mi hijo con mucho amor.

Agradecimientos

Un inmenso agradecimiento a los profesores Aura y Orlando por su valioso apoyo y su inspiradora vocación

Tabla de Contenido

	Pág.
Introducción	13
1. Objetivos	15
1.1 Objetivo general.....	15
1.2 Objetivos específicos	15
3. Revisión de la literatura	16
3.1 Emprendimiento sostenible: impacto y rentabilidad.....	17
3.2 Inversión de impacto o <i>impact investing</i>	23
3.3 Financiación de emprendimientos basada en inversión de impacto	32
4. Planteamiento y justificación del problema.....	34
5. Metodología	36
6. Resultados	43
6.1 Ecosistema de emprendimiento sostenible	43
6.2 Análisis de las inversionista de impacto en colombia	55
6.3 Marco de trabajo para la financiación.....	86
6. Conclusiones	94
Referencias bibliográficas.....	98

Apéndices.....	111
----------------	-----

Lista de Tablas

Tabla 1 Inversión de impacto en países en vía de desarrollo 2011	29
Tabla 2 Los principales sectores según el capital de inversión de impacto en latinoamérica	29
Tabla 3 Posicionamiento conceptual de las inversiones de impacto	31
Tabla 4 Comparación del isced del ecosistema colombiano y el de otros países.....	44
Tabla 5 Comparación del gei del ecosistema colombiano y el de otros países	45
Tabla 6 Lista de los inversionistas de impacto presentes en colombia.....	52
Tabla 7 Marco de trabajo para la financiación a través de la inversión de impacto.....	88

Lista de Figuras

Figura 1 metodología aplicada	38
Figura 2 contexto global de las organizaciones.....	43
Figura 3. clasificación de roles en cadena de emprendimiento	46
Figura 4 primer criterio: relación inversionista-empresa	64
Figura 5 segundo criterio: impacto.....	67
Figura 6 tercer criterio: equipo directivo	73
Figura 7 cuarto criterio: validación	74
Figura 8 quinto criterio: rendimiento	77
Figura 9 sexto criterio: escalabilidad.....	80
Figura 10 séptimo criterio: innovación.....	82
Figura 11 red semántica para los criterios para la financiación	85

Lista de Apéndices

Apéndice A. Casos de estudio.....	112
Apéndice B. Método usado para los casos de estudio.....	114
Apéndice C. Preguntas guía para las entrevistas.....	115
Apéndice D. Descripción de los casos estudiados.....	116
Apéndice E. Evidencias de codificación.....	126
Apéndice F. Fundamentación y densidad de la codificación.....	208

Resumen

Título: Marco de trabajo para la financiación de emprendimientos a través de la inversión de impacto¹

Autor: Mauricio José Martínez Pérez²

Palabras clave: inversiones de impacto, emprendimientos, financiación, criterios, sostenibilidad

Este trabajo de investigación pone de manifiesto la dificultad en la financiación que tienen los emprendedores que buscan generar un impacto social o medioambiental positivo. Para aportar a la solución de esta situación se propone un marco de trabajo el cual es un conjunto de conceptos y criterios a seguir que sirven de guía a los aspirantes a dicho apoyo, y al mismo tiempo, serán de utilidad a los inversionistas ya que representa un consolidado de lineamientos comunes hallados desde la experiencia de múltiples casos desarrollados en Colombia. De esta manera, se busca responder a la pregunta ¿Cuáles son los criterios a cumplir por parte de los emprendedores para la asignación efectiva de las inversiones de impacto?

La metodología que enmarcó esta investigación tuvo un enfoque cualitativo, aplicando la técnica denominada Teoría Fundamentada con diseño sistemático de tal manera que extrajo elementos de decisión objetivos y subjetivos propios de un proceso de asignación de recursos. Para la construcción de este planteamiento teórico se partió de la caracterización del ecosistema de emprendimiento enfocado en aquel que genere un impacto social positivo en Colombia, prosiguió el trabajo de campo compuesto por la recolección, organización y análisis de los datos a partir de entrevistas a inversionistas y emprendedores, proceso mediante el cual se obtiene un planteamiento sustantivo, que junto a la revisión de la literatura entorno a conceptos como emprendimiento, inversiones de impacto y sostenibilidad, se convierte en un planteamiento teórico formal y estructurado constituido como el marco de trabajo pretendido.

¹ Trabajo de grado

² Facultad de Ingenierías Físico-mecánicas. Escuela de Estudios Industriales y Empresariales. Directora. Aura Cecilia Pedraza Avella. Codirector: Orlando Enrique Contreras Pacheco

Abstract

Title: Framework for financing ventures through impact investing³

Author: Mauricio José Martínez Pérez⁴

Keywords: Impact Investing, ventures, financing, criteria, sustainability

This research project highlights the difficulty in financing entrepreneurs who seek to generate a positive social or environmental impact. In order to contribute to the solution of this situation, a framework is proposed, which is a set of concepts and criteria to follow that serve as a guide to the aspirants to such support, and at the same time, they will be of use to the investors since it represents a consolidation of common guidelines found from the experience of multiple cases developed in Colombia. In this way, we seek to answer the question: What are the criteria to be met by entrepreneurs for the effective allocation of impact investments?

The methodology for this research had a qualitative approach, applying the technique called Grounded Theory with systematic design in such a way that it extracted objective and subjective decision elements from a process of resource allocation. The construction of this theoretical approach was based on the characterization of the entrepreneurship ecosystem focused on that which generates a positive social impact in Colombia, continued the field work consisting of the collection, organization and analysis of data from interviews with investors and entrepreneurs, a process through which a substantive approach is obtained, which together with the review of the literature around concepts such as entrepreneurship, impact and sustainability investments, becomes a formal and structured theoretical approach constituted as the intended framework.

³ Research work

⁴ Faculty of Physical-Mechanical Engineering. School of Industrial and Business Studies, Industrial Engineering. Advisor Aura Cecilia Pedraza Avella, Coadvisor Orlando Enrique Contreras Pacheco

Introducción

Los procesos de inversión, sin importar su índole, se caracterizan por ser una cadena de etapas evaluativas, generalmente larga, donde no es fácil establecer con claridad y anticipación las posibles dificultades que puede afrontar el aspirante; aún más si este es un emprendedor que busca un impacto social adicional a un resultado económico. En esta vía, Schmitz y Glanzel (2013) afirman que hay poco entendimiento en lo que respecta a financiación social. La falta de un lenguaje común entre inversionistas y emprendedores afecta esta situación (Viviers, Ractliffe, & Hand, 2011). El resultado de ello es la dificultad que tienen ambas partes en coincidir en un punto en común que propicie la inversión de impacto, lo cual es corroborado por Jean Philippe de Schrevel director de Bamboo Finance en Colombia (Portafolio, 2012) quien afirmó que “el mayor desafío a la hora de invertir es encontrar empresarios con una adecuada mezcla de visión social y capacidad gerencial para escalar un modelo de negocio innovador”. Esta situación es el problema en el cual la presente investigación pretende aportar, tomando como base la experiencia del inversionista que representa el enfoque característico de un fondo de inversión determinado, y las vivencias de un emprendedor o empresario en el objetivo de hacer sostenible su organización.

Para esto se propone un marco de trabajo el cual es un conjunto de conceptos y criterios a seguir que sirven de guía a los aspirantes a dicho apoyo, y al mismo tiempo, serán de utilidad a los inversionistas ya que representa un consolidado de lineamientos comunes hallados desde la experiencia de múltiples casos desarrollados en Colombia. De esta manera, se busca responder a la pregunta ¿Cuáles son los criterios a cumplir por parte de los emprendedores para la asignación efectiva de las inversiones de impacto?

La metodología que enmarcó esta investigación tuvo un enfoque cualitativo, aplicando la técnica denominada Teoría Fundamentada con diseño sistemático de tal manera que extrajo elementos de decisión objetivos y subjetivos propios de un proceso de asignación de recursos. Para la construcción de este planteamiento teórico se partió de la caracterización del ecosistema de emprendimiento enfocado en aquel que genere un impacto social positivo en Colombia, prosiguió el trabajo de campo compuesto por la recolección, organización y análisis de los datos a partir de entrevistas a inversionistas y emprendedores, proceso mediante el cual se obtiene un planteamiento sustantivo, que junto a la revisión de la literatura entorno a conceptos como emprendimiento, inversiones de impacto y sostenibilidad, se convierte en un planteamiento teórico formal y estructurado constituido como el marco de trabajo pretendido.

Este documento está estructurado por secciones de la siguiente manera: en la primera se presenta la revisión de literatura, en la segunda se expone planteamiento del problema y la justificación del mismo, para posteriormente en la tercera definir en detalle la metodología que permitió dar cumplimiento a los objetivos planteados cuyos resultados se muestran en la cuarta sección. Finalmente las conclusiones, referencias bibliográficas y apéndices componen las secciones 5, 6 y 7 respectivamente.

1. Objetivos

1.1 Objetivo General

Proponer un marco de trabajo para la inversión en emprendimientos de impacto que guíe la asignación efectiva de estos recursos de financiación para favorecer la sostenibilidad de estos negocios.

1.2 Objetivos Específicos

- Caracterizar el ecosistema del emprendimiento de impacto para entender el panorama que los rodea
- Analizar las inversiones de impacto identificando las expectativas tanto de inversores como de emprendedores alrededor de esta financiación
- Analizar desde la literatura científica los factores de sostenibilidad de los emprendimientos de impacto, especialmente lo relacionado con las estrategias de financiación, para comprender su permanencia en el mercado
- Determinar los criterios para la asignación efectiva de las inversiones de impacto que favorezca la sostenibilidad de los emprendimientos

3. Revisión de la literatura

Friedman (1970) plantea que la visión tradicional de las corporaciones es la responsabilidad en el uso de recursos y la dedicación a actividades diseñadas para aumentar las ganancias de los accionistas dentro de los límites de la ley. Sin embargo, el aumento de la demanda económica en los niveles más pobres de la sociedad, el cambio climático y una población creciente (estimada en 9 mil millones para 2050) que coincide con un estado de bienestar tenso, lleva a analizar la posibilidad de replantear las iniciativas empresariales tradicionales de manera que, además del beneficio económico, exista impacto en el bienestar de la sociedad (Martin, 2013). En congruencia con esto existe una necesidad clara de incrementar el número de modelos de negocio donde todas las partes ganen, creando beneficios sociales y ambientales (Bocken & Allwood, 2012). En este contexto y en la actual complejidad de la economía global, las firmas privadas tienen innumerables maneras de realizar contribuciones económicas, sociales y ambientales (Littlefield, 2011), por ejemplo, el apoyo al emprendimiento (Credit suisse, 2012).

Esta sección comienza con las principales definiciones que componen el emprendimiento sostenible, tema central en este documento. Posteriormente se hace énfasis en la financiación como uno de los retos al que se enfrenta el emprendedor y se plantea el concepto de Inversiones de Impacto o *Impact Investing*, como una alternativa que organizaciones filantrópicas, donantes y organizaciones no gubernamentales, consideran con potencial de ayudar a enfrentar la inequidad y la pobreza (Flynn, Young, & Barnett, 2015).

3.1 Emprendimiento Sostenible: Impacto y Rentabilidad

La palabra emprendimiento deriva de la voz francesa «entrepreneur» que a su vez viene del latín «inprendere» que significa acometer (Formichella, 2004). A lo largo de la historia el concepto de emprendimiento ha ido evolucionando a través de personajes referentes como Cantillon (1680-1734), Say (1767-1832), Schumpeter (1883-1950), Marshall (1842-1924), Kitzner (1930), Burt (1949), Von Mises (1881-1973), Von Hayek (1899-1992), Schultz (1884-1970), Knight (1885-1972) y Drucker (1909 – 2005). Para la presente investigación, se tomará la clásica definición de Joseph Alois Schumpeter (1950) que plantea el emprendimiento como una reforma al patrón de producción generando nuevos productos o servicios a través de la creatividad, donde el emprendedor es una persona fuera de lo común que promueve la innovación.

Autores contemporáneos como Mokaya, Namusonge, & Sikalieh (2012) resaltan que del concepto de emprendimiento se han hecho muchos esfuerzos por definirlo y ninguna de las explicaciones propuestas dan un completo panorama del mismo. Para ellos el emprendimiento es un proceso que reúne creatividad, innovación, atención permanente en el entorno, identificación de oportunidades y evaluación de las mismas, consecución de recursos para ponerlas en práctica, el establecimiento y el funcionamiento de un negocio que crece por la obtención de beneficios. Incluso autores como Carree y Thurik (2003), afirman que es un término multidimensional difícil de definir.

Ahora bien, para comenzar a hablar de emprendimiento sostenible es necesario aclarar que son varias las concepciones y términos utilizados en la literatura que en cierta medida se refieren a lo mismo o a un subconjunto específico del constructo en mención (Dean & McMullen, 2007;

Shepherd & Patzelt, 2011). Por lo tanto, se pueden encontrar coincidencias o traslapes literarios con los términos emprendimiento social, emprendimiento ambiental, emprendimiento de alto impacto, emprendimiento de doble o triple utilidad, emprendimiento con propósito, entre otros. Por ello, sin entrar en debates conceptuales o epistemológicos a continuación se definen algunos de estos conceptos.

El término emprendimiento social fue impulsado por primera vez por Bill Drayton, fundador de Ashoka en los 80's; esta es una organización sin ánimo de lucro con sede en Washington que busca financiar agentes de cambio o "changemakers": individuos que trabajan creativamente para obtener una ganancia social y no económica (McGoey, 2012). Desde sus orígenes se concibió como un concepto relacionado a actividades sin ánimo de lucro pero luego se expandió abarcando tendencias hacia la ganancia económica (Nicholls, 2010). Actualmente el emprendimiento social ha sido impulsado por escuelas de negocios reconocidas que cuentan con centros dedicados al tema en universidades como Harvard, Stanford, Oxford, Duke y Columbia (Martin & Osberg, 2007). El emprendimiento social es definido como un emprendimiento que tiene embebido el propósito social (Austin, 2006). Lehner (2012) afirma que estos emprendedores crean valor social usando estrategias de mercado.

Por su parte el emprendimiento ambiental es la creación de valor ambiental el cual busca la preservación y la regeneración de la naturaleza así como también el retorno económico del emprendimiento convencional (Lenox & York, 2011). Schaefer, Corner, & Kearins (2015) citan a Pastakia (1998) al igual que Thompson, York, & Kiefer (2011) para afirmar que estas organizaciones tienen una misión ambiental que generalmente tiene una importancia igual o menor a la creación de valor económico. Los mismos autores mencionan como ejemplo de emprendimiento ambiental el relacionado con la energía solar: la tecnología solar depende de la

energía “renovable” del sol para crear electricidad lo que se contrapone a la tradicional quema de combustibles fósiles que se asocian con impactos negativos al medio ambiente. El concepto de emprendimiento ambiental recibe también el nombre de ecoemprendimiento o *ecopreneurship* como lo mencionan Kirkwood & Walton (2010). Estas autoras lo definen como la puesta en marcha de un negocio con fines lucrativos con fuertes valores verdes que venden productos o servicios amigables con el medioambiente.

En este punto cabe destacar que el término emprendimiento social puede ser definido e interpretado en términos más generales abarcando lo ambiental e incluso lo cultural (Hehenberger, Harling, & Scholten, 2013). Spilling (1991) define el emprendimiento cultural como la acción de implementar tareas que apunten a cambios culturales en una comunidad que fomenten el crecimiento económico. El Ministerio de Cultura colombiano a través de su Observatorio de Cultura y Economía define el emprendimiento cultural como una actividad que busca la apropiación de los valores simbólicos e intangibles de una sociedad, para crear representaciones plasmados en bienes y servicios culturales, mediante el desarrollo económico basados en el riesgo, la creatividad y la innovación; que en conjunto permiten la consolidación de una empresa (Ministerio de cultura, s.f.).

La investigación en emprendimiento social y ambiental ha contribuido en la evolución de la investigación sobre emprendimiento sostenible (Bocken, 2015), concepto que apunta a las actividades empresariales que contribuyen positivamente al desarrollo sostenible (Kuckertz & Wagner, 2010) cuya definición más aceptada es la propuesta por la Organización de las Naciones Unidas (UN) en el Informe Brundtland: el desarrollo sostenible es “aquel que satisface las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras de satisfacer sus propias necesidades” (Brundtland, 1987, pág. 43). Esto le otorga una orientación

clara hacia el largo plazo que, para el propósito del presente trabajo, hace que se asocie directamente a la viabilidad de la empresa en el futuro; lo cual se ha venido convirtiendo últimamente en un referente conceptual predominante para incluso medir el éxito organizacional (Pinillos & Fernández, 2011).

En línea con lo anterior, otros autores afirman que el emprendimiento sostenible se enfoca en la creación de empresas que apunten a beneficios ambientales, sociales y económicos al mismo tiempo (Parrish, 2010; Thompson, York, & Kiefer, 2011). Al respecto, Schaefer, Corner, & Kearins (2015) citan a Schaltegger & Wagner (2011) para afirmar que el emprendimiento sostenible implica tanto una misión social y ambiental, así como la necesidad de crear valor económico similar al del emprendimiento convencional (Schlange, 2009). Esto hace que las habilidades y motivaciones de un emprendedor sostenible sean diferentes a las de un emprendedor convencional (Bocken, 2015; Hockerts & Wüstenhagen, 2010; Parrish, 2010) ya que buscan manejar el “triple bottom line”: equilibrar la economía, lo social y lo ambiental a través de su comportamiento emprendedor (Kuckertz & Wagner, 2010).

Asimismo, el emprendimiento sostenible ha sido formalmente definido por Dean & McMullen (2007, pág. 58) como “el proceso de descubrir, evaluar y explotar oportunidades económicas que se presentan como coyunturas de mercado, las cuales nacen debido a causas asociadas a la sostenibilidad, incluidas aquellas que son relevantes desde el punto de vista medio-ambiental”. No obstante, aunque en teoría estas afirmaciones cobran mucho sentido debido a los retos futuros que deben enfrentar las organizaciones para garantizar su supervivencia, la dificultad de llevarlas a la práctica no es menor por cuanto la preocupación de los emprendedores representa ahora un conjunto de resultados concurrentes en lugar de uno solo (Muñoz & Dimov, 2015). En otras palabras, si el emprendimiento convencional es un fenómeno

de naturaleza compleja, el emprendimiento sostenible lo es todavía más.

Así las cosas, se acude a una definición más elaborada de emprendimiento sostenible planteada por los Shepherd y Patzelt (2011):

“El emprendimiento sostenible está enfocado en la preservación de la naturaleza, el soporte a la vida y a las comunidades a partir de la búsqueda de oportunidades de negocio que generen nuevos productos, procesos y servicios rentables; en donde esta rentabilidad contemple la inclusión de ganancias financieras y no-financieras para los individuos, la economía y la sociedad” (Shepherd & Patzelt, 2011, pág. 142)

De tal manera que se confirma la conexión conceptual entre emprendimiento sostenible y desarrollo sostenible. Es así como este último, involucra la creación de valor social y ambiental para la sociedad circundante, además de la búsqueda continua de resultados financieros positivos en las empresas involucradas (Dyllick & Hockerts, 2002; Van Marrewijk, 2003). Entonces, se infiere que la tendencia de emprender y administrar negocios que impacten positivamente el medio ambiente o la sociedad es absolutamente coincidente con los legítimos intereses de creación y aumento de riqueza de emprendedores y empresarios.

El camino que llevó a la incorporación del desarrollo sostenible al ámbito de los negocios y las organizaciones se dio a través de su vínculo con la responsabilidad social empresarial, la gestión de los stakeholders y la estrategia empresarial, honrando su componente de largo plazo (Van Marrewijk, 2003). Es así como luego se creó el concepto de los negocios o empresas sostenibles, que de acuerdo con la definición de Hockerts (1999) corresponde a todas aquellas

unidades productivas que satisfacen las necesidades de sus stakeholders, sin comprometer su viabilidad ni su habilidad de cumplir con sus propios objetivos empresariales futuros.

Vale la pena mencionar que uno de los insumos más relevantes en este planteamiento a nivel de la empresa tuvo como estandarte el concepto de la triple utilidad (en inglés, triple bottom line) como un marco de referencia para entender la gestión de los negocios sostenibles. La triple utilidad es un término evocador del rendimiento empresarial, que contiene tres dimensiones complementarias: la utilidad financiera, la utilidad medioambiental y la utilidad social (Elkington, 1994). Su lógica está basada en lograr el balance de estas tres dimensiones a través de la gestión como requisito para considerarse un negocio orientado al desarrollo sostenible. Pero en la misma vía, también existen autores que mencionan el concepto de la doble utilidad (en inglés, double bottom line) que se refiere a la búsqueda de un retorno social junto al beneficio financiero (Dohrmann, Raith, & Siebold, 2015; Hangl, 2014). Ahora bien, si en este punto se retoman las palabras de Hehenberger, Harling, & Scholten (2013) quienes al precisar el alcance de lo social afirman que puede ser definido e interpretado en términos más generales abarcando lo ambiental ya que en últimas este sigue siendo un beneficio a la sociedad, habría que entrar en una discusión sobre si se debe separar o no lo social de lo ambiental cuando se habla de desarrollo sostenible. Dado que este planteamiento no está dentro de los propósitos del presente trabajo, al hablar de inversiones de impacto y sostenibilidad (por ende, desarrollo sostenible) se hará referencia a la generación de un retorno financiero y un beneficio no financiero relacionado a un impacto positivo a la sociedad. Esta afirmación se sustenta en importantes aportes en la materia como los realizados por Höchstädter & Scheck (2015) revisados anteriormente. Además, lo dicho hasta este momento entra en consonancia con el hecho de que se reconoce una amplia variedad de términos existentes para referirse a la

financiación que se hace buscando un impacto social positivo, entre ellos están las inversiones de doble utilidad (en inglés, *double bottom line investing*) y las inversiones de triple utilidad (en inglés, *triple bottom line investing*) como sinónimos de las inversiones de impacto (Harji & Hebb, 2010).

Es pertinente apelar a los legítimos derechos de creación y aumento de riqueza por parte de un emprendedor y sus inversionistas, además de la tensión que esto crea con el concepto concreto de desarrollo sostenible. En esta línea, se resalta el postulado de Cohen, Smith, & Mitchell (2008) quienes, para aclarar dicho debate, proponen siete elementos necesarios para la creación de valor en el largo plazo con miras al desarrollo sostenible: desempeño financiero, propósito, perpetuidad, eficacia social, responsabilidad (*stewardship*), eco-eficiencia y sostenibilidad. De esta forma, se entiende que en primera instancia se excluyen de la definición particular de emprendimiento sostenible, aquellas organizaciones que con una vocación puramente social. Tampoco aplican para este espectro, las clásicas compañías con orientación puramente financiera que desconozcan un compromiso mínimo con los objetivos de desarrollo sostenible.

3.2 Inversión de Impacto o *Impact Investing*

En la puesta en marcha de sus iniciativas empresariales, los emprendedores se enfrentan a múltiples desafíos, siendo la obtención de capital externo un problema que ha sido reconocido como una de las principales restricciones en la formación y crecimiento de nuevos proyectos empresariales (Cassar, 2004). En el caso puntual de los emprendimientos sostenibles esta situación no cambia, el acceso a recursos financieros es un desafío clave para empresas que busquen impactar positivamente y de forma escalable la sociedad y su vez generar retornos financieros (Glänzel & Scheuerle, 2015). Para Kickul & Lyons (2015) la financiación de

empresas cuya misión persiga beneficio social y ambiental es un tema crucial y lo postulan como un campo fértil para desarrollar investigación, remarcando el creciente interés que ha tomado este tema en los últimos años (Mulgan, Reeder, Aylott, & Bo'sher, 2011), pero que aun así todavía falta mucho por hacer y entender al respecto como por ejemplo, los tipos de inversores junto con sus motivaciones y expectativas (Duffy, 2013).

Kickul & Lyons (2015) resaltan que las formas tradicionales de financiación no son adecuadas para el emprendimiento social por su desconexión con el objetivo del proyecto y además por ser generalmente de corto plazo, categóricas y transaccionales (Wei-Skillern, 2007). Sosa (2010) reconoce que los modelos basados en caridad ya no tienen lugar y junto al hecho de que los presupuestos públicos son cada vez más cortos, la sociedad está buscando emprendedores que habilidosamente se apalanquen en el mercado para solucionar problemas sociales. Por su parte Brown (2006) añade que el financiamiento tradicional para este tipo de emprendimientos como donaciones filantrópicas o presupuesto estatal está atado a proyectos específicos, tienen cantidades limitadas y los bancos convencionales son reacios cuando de financiar emprendimientos sociales se trata (Schmitz & Glanzel, 2013).

Ruiz de Munain & Cavanna (2012, pág. 6) reafirman lo dicho anteriormente en su informe *Mapa de las inversiones de impacto en España*: “Si bien las estructuras filantrópicas convencionales han conseguido importantes logros en la innovación de programas y en la atención a poblaciones o grupos desfavorecidos, la posibilidad de aumentar el impacto de estas acciones se encuentra muy limitada por la dificultad de acceder a una financiación estable y por descansar en modelos económicamente poco sostenibles”. Lo que se necesita son fuentes de financiación que tengan entre sus propósitos ayudar y dar libertad al emprendedor que busca generar impacto positivo en la sociedad para conseguir sus objetivos y es en este aspecto donde

surge *Impact Investing* o Inversión de Impacto como una de las más recientes ideas que entra en consonancia con el objetivo del emprendedor mencionado (Kickul & Lyons, 2015).

Como *Impact Investing* se entiende aquellas inversiones que se hacen en empresas buscando retorno financiero y un impacto no financiero de una manera intencional y medible (Höchstädter & Scheck, 2015); lo cual concuerda con lo dicho por Hebb (2013) ya que afirma que es la búsqueda proactiva de metas sociales, ecológicas y financieras. Este tipo de negociaciones poseen un enfoque en causas compatibles con el emprendimiento sostenible y pese a que buscan una retribución monetaria, aunque ésta pueda ser inferior a la que los grandes inversionistas esperan usualmente, les permite a estos reflejar beneficios ambientales y sociales con sus acciones (Snider, 2016). El objetivo de alcanzar impacto no financiero las diferencia de las inversiones tradicionales, mientras que el deseo de ganancia hace que el concepto marque distancia con las donaciones (Wong, 2012). Höchstädter & Scheck (2015) plantean que el retorno del capital invertido es un requisito mínimo para una inversión de impacto. Los mismos autores complementan la idea afirmando que el retorno financiero no tiene limitaciones: puede ser desde un bajo nivel hasta uno que supere los márgenes del mercado.

De una forma un poco más simple y práctica a la vez, de acuerdo a Johnson & Lee (2013), una inversión de impacto es aquella realizada sobre un negocio (bien sea una corporación, un proyecto, un gobierno, o cualquier otra institución) que ofrece una solución con potencial rentable y orientada a un mercado, pero que a su vez asume un reto social o ambiental que el inversor también desea enfrentar. Su dinámica ha ido evolucionando significativamente como un válido ejemplo de cómo la gestión de la inversión y el riesgo son compatibles con las tendencias de prosperidad colectiva futura.

Para la institución referencia a nivel mundial en el tema *Global Impact Investing Network*, GIIN, este concepto apunta a inversiones hechas por compañías, organizaciones y fondos con la intención de generar impacto social y ambiental junto a un retorno financiero (GIIN, 2015). Littlefield (2011) complementa afirmando que estos inversores han abandonado la vieja creencia de que su filantropía no es compatible con ganancias, estos pueden ser mezclados en lugar de separados y además, sus valores y la disciplina comercial pueden estar presentes en la inversión. También hay quienes plantean que este tipo de financiación tiene preferencia por el impacto social acompañado por un retorno económico inferior que el de las inversiones convencionales (Combs, 2014).

El origen del concepto no está completamente claro (Clarkin & Cangioni, 2016). Existen versiones las cuales afirman que el término *impact investing* fue acuñado por Rockefeller Foundation en 2007 (Bugg-Levine & Emerson, 2011; Mendell & Barbosa, 2013). En cambio, autores como Brandenburg (2012); afirma que surgió de una reunión de inversores y filántropos en Bellagio, Italia en 2008. Esto coincide parcialmente con Harji & Jackson (2012) quienes afirman que surge de un evento de Rockefeller Foundation con inversores y filántropos en Bellagio, Italy en 2007. Otros afirman que fue difundido y acuñado por Monitor Group en 2009 (Ruiz de Munain & Cavanna, 2012).

A pesar de la poca claridad del origen del término, es evidente que es un concepto nuevo pero el invertir para enfrentar problemas sociales no lo es (Nicholls, 2010) ya que es una actividad que se viene haciendo por décadas con varios nombres (El-Zoghbi & Gonzalez, 2013) como donaciones filantrópicas e inversiones social, ambiental y de gobierno (Flynn, Young, & Barnett, 2015). Además es preciso puntualizar que la temática de las inversiones de impacto no

ha sido tratada de forma amplia por la literatura científica hasta el momento (Contreras, Pedraza, & Martínez, 2016).

En cuanto a la terminología usada para referirse a *Impact Investing*, existe una miríada de términos para describir a los inversionistas que financian organizaciones que buscan más que retornos financieros (Viviers, Ractliffe, & Hand, 2011). Términos como *philanthropic or social venture capital investments* (Silby, 1997), *solidarity investments* (Jégourel & Maveyraud, 2008), *community development investments* (Brown J. , 2006) han sido usados. Asimismo, el concepto de *Impact Investing* puede ser conocido como *social impact investing* o *blended value investing* (Martin, 2013).

Otros conceptos relacionados, están *Socially Responsible Investment* (SRI), *Social Impact Bond* y *Social Investment*. Este es un concepto similar a *Impact Investing* (Clarkin & Cangioni, 2016) donde las diferencias radican en la mayor proactividad de este último al solucionar problemas sociales y ambientales, y en el tamaño y la naturaleza de las inversiones (Höchstädter & Scheck, 2015). Asimismo, SRI busca minimizar el impacto negativo pero los positivos puede que no existan (El-Zoghbi & Gonzalez, 2013) mientras que *Impact Investing* busca crear impacto positivo no financiero (O'donohoe, Leijonhufvud, Saltuk, Bugg-levine, & Brandenburg, 2010). *Social Impact Bond* es una modalidad de financiación que surgió en la administración pública y se conoce también como *payment for success*. A estos bonos se accede mediante un contrato de servicios entre una entidad pública y el emprendedor en el que la financiación se condiciona a la obtención de objetivos sociales (Ruiz de Munain & Cavanna, 2012; Barclay & Symons, 2013). *Social Investment* es un término comúnmente utilizado como sinónimo de *Impact Investing* especialmente en el Reino Unido (Bagwell, 2012). Por su parte Martin (2013) define *social impact investing* como aquellas inversiones hechas con la intención de generar

impacto social y ambiental medible junto a un retorno financiero, siendo claro que se define *social impact investing* e *impact investing* como sinónimos.

Se considera pertinente aclarar que una inversión no clasifica como “de impacto” simplemente por haber sido realizada en países subdesarrollados (Freireich & Fulton, 2009) pero allí definitivamente hay más oportunidades de cumplir los requisitos para que sea denominada como tal (Höchstädter & Scheck, 2015). También es cierto que las inversiones de impacto son más comunes en ciertos sectores como servicios financieros, energías limpias, alojamiento y agricultura, que en otros como educación, salud, acceso al agua, pero no existe limitación al respecto (Höchstädter & Scheck, 2015). Littlefield (2011) sintetiza afirmando que las maneras en las cuales estas inversiones pueden contribuir al desarrollo son virtualmente ilimitadas.

Actualmente, el sector más abordado es el de las microfinanzas el cual, según el Consultative Group to Assist the Poor (CGAP) del Banco Mundial, “comprende la prestación de servicios financieros a personas de bajos ingresos. Se refieren a un movimiento que concibe un mundo en el que los hogares de ingreso bajo tienen acceso permanente a servicios financieros de calidad y accesibles dirigidos a financiar actividades que produzcan ingresos, generen activos, establezcan el consumo y entreguen protección contra riesgos” (CGAP, s.f.). Autores como El-Zoghbi y González (2013) ilustraron que en el 2011 cerca de las tres cuartas partes del total de activos (ver tabla 1) destinados a este tipo de inversiones fueron orientados hacia la generación de un impacto social positivo a través de la inclusión financiera en países como los latinoamericanos donde amplios sectores de la población no cuentan con acceso a servicios bancarios principalmente por el tamaño de sus transacciones y por la falta de respaldo.

Tabla 1*Inversión de impacto en países en vía de desarrollo 2011*

Sector	Activos administrados (US\$ en millones)	Porcentaje de los activos administrados
Microfinanzas	6 400	72,1 %
Financiamiento para pymes	1 300	14,6 %
Agricultura	585	6,6 %
Otros	263	3,0 %
Medioambiente	216	2,4 %
Vivienda	100	1,1 %
Educación	17	0,2 %
Total	8 881	100%

Nota: Adaptado de El-Zoghbi y González (2013)

En lo correspondiente a Latinoamérica, en la tabla 2 se muestran los tres principales sectores según la cantidad de capital invertido en ellos para el periodo 2014-2015. Como se puede observar, el sector microfinanciero es amplio líder en la región ya que atrajo la mayor cantidad de capital desplegado con US\$ 788 millones y además generó transacciones de mayor cantidad de dinero por negocio.

Tabla 2*Los principales sectores según el capital de inversión de impacto en Latinoamérica*

Sector	Cantidad de negocios	Total invertido (millones de dólares)	Tamaño promedio del negocio (millones de dólares)
Microfinanzas	35	\$ 788,5	\$ 22,5
Agricultura	41	\$ 53,5	\$ 1,4
Salud	20	\$ 32,1	\$ 1,7

Nota: adaptado de (LAVCA, 2016)

Ahora bien, Ruiz de Munain & Cavanna (2012) categorizan a los inversionistas de impacto en dos grupos como se aprecia en la Tabla 3. En primera medida están los inversionistas de impacto financieros, quienes buscan optimizar el retorno económico; este grupo se encuentra compuesto principalmente por comerciales que buscan inversiones que generen un retorno financiero junto a un impacto social y ambiental. En un segundo grupo se encuentran los inversionistas de impacto que tienen como objetivo primordial generar una modificación social y/o ambiental positiva, y que están dispuestos a obtener retornos financieros inferiores. Son quienes asumen un riesgo mucho más alto con sus inversiones y tienen fines más filantrópicos. Este retorno puede ser solamente el retorno del capital invertido hasta un retorno según el mercado (Petrick & Weber, 2014). En otras palabras, las inversiones de impacto pueden ser con prioridad financiera o *Finance First* o con prioridad en el impacto o *Impact First* (Ruiz de Munain & Cavanna, 2012; Höchstädter & Scheck, 2015; Kickul & Lyons, 2015; Bozesan, 2013); Freireich & Fulton, 2009; Hebb, 2013; El-Zoghbi & Gonzalez, 2013). Esta última es relacionada muy a menudo con el término *social investment* (Palandjian, y otros, 2010), *sociabn l investing* (Höchstädter & Scheck, 2015) o *social impact investing* (Glänzel & Scheuerle, 2015).

Tabla 3*Posicionamiento conceptual de las inversiones de impacto*

Organizaciones no lucrativas		Empresas con impacto social y/o medioambiental con generación propia de ingresos		Empresas con valores sociales		Empresa tradicional		
Ingresos en forma de donaciones y subvenciones	Donaciones y generación propia de ingresos	Generación propia de ingresos > 75%	Generación propia de ingresos 100%	Obtención y reinversión de beneficios	Obtención y reparto de dividendos	RSC & ISR	Donación parcial de beneficios a causas sociales	Empresa clásica
Únicamente social		<i>Impact First</i>				<i>Finance First</i>		

Nota: adaptado de (EVPA, 2017) y (Ruiz de Munain & Cavanna, 2012)

En contraparte a lo expuesto, es válido considerar la posición de quienes critican la esencia de esta figura de inversión cuyo concepto es aún joven y causa escepticismo. Starr & Hattendorf en (2012) plantean que la definición de inversión de impacto es confusa. Se preguntan: “¿Cuándo funciona y cuándo no funciona?”; además afirman que muy pocas soluciones que ataquen problemas de pobreza, darán retornos. Por su parte Rodrigo & Viesca (2014) concluyen que falta un concepto estandarizado entre gobierno, empresas y fondos de inversión. A estas críticas relacionadas con la definición, Höchstädter & Scheck en 2015 se unen diciendo que al definirse *Impact Investing* no se establecen los límites con conceptos similares como por ejemplo *Socially Responsible Investment*. Además, Clarkin & Cangioni (2016) aseveran que las inversiones de impacto no es una panacea por cuanto no son apropiadas para todas las empresas de corte social.

3.3 Financiación de Emprendimientos Basada en Inversión de Impacto

Para Schmitz & Glanzel (2013) actualmente hay escaso entendimiento en lo que respecta a financiación de impacto, los distintos tipos de inversores, sus motivaciones y expectativas lo que redundan en dificultades a la hora de invertir su dinero en organizaciones que se ajusten a sus criterios, por lo que se necesita una comprensión más refinada y estructurada para este tipo de financiamientos. Bocken (2015) complementa afirmando que los capitalistas sostenibles tienen dificultades en identificar negocios con la capacidad de generar retornos económicos, mientras se crea un positivo impacto ambiental y social.

La falta de un lenguaje común entre inversionistas y emprendedores sociales agrava más esta situación (Viviers, Ractliffe, & Hand, 2011) por lo cual los inversores sociales y los innovadores sociales difícilmente se encontrarán (Emerson, Freundlich, Fruchterman, Berlin, & Stevenson, 2008). Schmitz & Glanzel (2013) citan a Kuhlemann (2011) para explicar esto, afirmando que los líderes de las organizaciones sociales quieren compartir su misma escala de valores con los inversores, de tal manera que la ética podría ser un factor detrás del acceso a la financiación (Edery, 2006). Por ejemplo, para el contexto colombiano y específicamente para el fondo LGTVP (Liechtenstein Global Trust Venture Philanthropy), Segura & Martínez (2009) aducen que el proceso de búsqueda e identificación de oportunidades de inversión para LGTVP no ha sido fácil. De hecho Jean Philippe de Schrevel director de Bamboo Finance en Colombia afirma en 2012 que “el mayor desafío es encontrar empresarios con la buena mezcla de visión social y capacidad gerencial para escalar un modelo de negocio innovador y, por ende, su potencial de impacto” (Portafolio, 2012) es decir, el perfil del emprendedor que busca generar impacto debe

ser el de alguien que tenga todo el conocimiento de los principios de responsabilidad social y ambiental, pero también que cuente con la disciplina financiera para usar bien los instrumentos de *venture capital*. En síntesis, por un lado se tiene a los inversores sociales quienes se quejan de la dificultad de encontrar innovadores sociales para apoyar, y por el otro está la falta de financiación para las innovaciones sociales (Shanmugalingam, Graham, Tucker, & Mulgan, 2011). De hecho Schmitz & Glanze (2013) citan a Nicholls (2010) mencionando la necesidad de afrontar este problema desde múltiples perspectivas.

En línea con lo anterior se encuentran organizaciones internacionales como la *Latin American Private Equity & Venture Capital Association*, (LAVCA, 2016), que en su estudio del panorama de inversiones de impacto en Latinoamérica señalan que no es fácil encontrar modelos de negocio que estén preparados para recibir este tipo de apoyos puesto que no se encuentran alineados con los objetivos del inversionista. Además afirman que “no existe una manera y criterios únicos para elegir una empresa en la cual invertir” (LAVCA, 2016, pág. 94). A manera de ejemplo, Yunus Negocios Sociales Colombia tiene definido los siguientes criterios de selección: la solución propuesta a un problema social o ambiental, el negocio debe estar en etapa de crecimiento, tener operaciones principalmente en Colombia y contar con un modelo de negocios que se encuentre probado en el mercado reflejado en una trayectoria en ventas (Yunus Negocios Sociales, 2017). Esto quiere decir que los criterios que deben cumplir las empresas que pretendan estos recursos están principalmente relacionadas al impacto que generen y a la consolidación de un modelo de negocios en el mercado. En cuanto a características del líder reflejadas a través del equipo gerencial o el emprendedor, se constituye en un aspecto relevante no solo para los inversionistas de impacto sino para las demás fuentes de financiación. Como

evidencia de ello, María Mercedes Barrera Tobar directora de la Corporación Ventures afirma que “cuando los emprendedores llegan al concurso (Ventures), no llegan con unas competencias emprendedores como nosotros quisiéramos. Entonces a veces en el concurso tenemos que invertir tiempo en que los emprendedores puedan presentar bien su idea, hablar en público o redactar bien la idea” (Gómez & Torres, 2015). Asimismo, José Andrés Díaz director de IC Fundación resalta el efecto del líder afirmando en la entrevista ofrecida para esta investigación “evaluamos que haya un liderazgo positivo”.

4. Planteamiento y justificación del problema

La creación, el crecimiento y consolidación de empresas es importante para el desarrollo de las regiones y la superación de la pobreza. De allí que algunos emprendedores tienen puestos sus ojos en generar ideas que contribuyan a un mundo más justo y humanizado. Sin embargo encuentran dificultad en obtener capital externo, situación que ha sido reconocida como una de las principales restricciones en la formación y crecimiento de nuevos proyectos empresariales. Es este el lugar donde los actores privados juegan un papel preponderante a través de las inversiones de impacto las cuales pretenden redefinir el concepto de capitalismo al buscar ideas que generen riqueza junto al bien común. El creciente interés en este tipo de inversiones hace parte de una realidad que pide un capitalismo más ético y socialmente inclusivo (Dacin, Dacin, & Tracey, 2011) en el cual se plantean soluciones innovadoras basadas en el mercado en lugar de soluciones basadas en la caridad (Viviers, Ractliffe, & Hand, 2011). Estas inversiones resultan claves para la sostenibilidad de una región ya que, apelando a las palabras de Porter y Kramer (2011), aquellas organizaciones que tienen un propósito social representan una forma

más elevada de capitalismo ya que crea un ciclo positivo de prosperidad para sí misma y la comunidad.

En este punto se sitúa el problema de investigación del presente trabajo, el cual consiste en la dificultad que tienen los inversores de impacto y los emprendedores al momento de encontrar puntos en común durante un proceso evaluativo. Por un lado están los inversores de impacto que identifican como mayor desafío el encontrar emprendedores con una adecuada mezcla social y gerencial que garanticen emprendimientos sostenibles, y por otro están los emprendedores que no encuentran financiación para sus proyectos. Esto ocurre porque este proceso de financiación es en sí un proceso de selección que debe ser entendido, en el cual intervienen criterios subjetivos por ejemplo en entrevistas, y criterios objetivos establecidos en el elemental cumplimiento de requisitos para una postulación, lo que apunta a consolidar lo afirmado por Nicholls (2010) mencionado en la revisión de la literatura: es necesario afrontar este problema desde múltiples puntos de vista. De hecho, es importante mencionar que actualmente varios de los inversionistas de han retirado sus oficinas de Colombia porque, según Camilo Santa director de Yunus Negocios Sociales de 2015 a 2017, “el número de emprendedores sociales listos para recibir inversión es mucho menor a los recursos disponibles para la misma”, lo cual reafirma lo dicho por Felipe Symmes experto chileno en emprendimiento social: “En América Latina hay más dinero para invertir que emprendedores sociales preparados” (Betancourth, Forero, & Ramírez, 2016). Estas dos son afirmaciones contundentes que fortalecen aún más la importancia de esta investigación.

En este orden de ideas, si se logra entender el proceso de financiación de proyectos de emprendimiento a través de inversiones de impacto mediante un marco de trabajo que evidencie

criterios de asignación efectiva, que favorezca la sostenibilidad del proyecto, se cierra esta brecha aportando a la solución de problemas ambientales y sociales de manera sostenible a la par que se aporta al crecimiento económico en un país como Colombia el cual es fértil para esta forma de financiación. De hecho Jean Philippe de Schrevel director de Bamboo Finance en Colombia (Portafolio, 2012) afirma que “Colombia es un país interesantísimo para las inversiones de impacto porque se tiene a la vez el problema y la solución. Es decir, por un lado están desigualdad, exclusión, necesidades básicas insatisfechas, y, por el otro, empresarios innovadores e inversionistas que buscan rentabilidad social y financiera”. Esto apunta al contexto nacional conocido por todos donde existen marcadas desigualdades entre la población, crecientes problemas ambientales y alta iniciativa emprendedora, en el cual es clara la oportunidad de generar negocios sostenibles que ayuden a mitigar las necesidades insatisfechas y el cambio climático. En otras palabras, teniendo abundantes riquezas naturales que le aportan al país una indiscutible ventaja comparativa, pero golpeadas por la presencia del ser humano y a su vez problemas sociales que no dan espera, es pertinente plantear una alternativa que fomente el desarrollo sostenible en el país. Esta alternativa está basada en el emprendimiento y particularmente aquel que impacte positivamente el medio ambiente y la sociedad, lo cual está identificado como compatible y coherente con los legítimos intereses de creación de riqueza de los empresarios, conduciendo a la sostenibilidad empresarial como concepto integrador.

5. Metodología

Para la consolidación del marco de trabajo planteado en este trabajo de investigación, se acudió a un enfoque de investigación cualitativa desde la técnica denominada Teoría

Fundamentada con diseño sistemático (establecido por Strauss & Corbin), donde los datos son obtenidos de entrevistas que, según Flick (2015), son uno de los métodos dominantes en este tipo de investigación. Estas entrevistas fueron semi-estructuradas a inversores y emprendedores, y se plantearon buscando que la información emerja de la experiencia vivida por los participantes en el estudio (Strauss & Corbin, 2002) tomando como contexto la geografía colombiana con el propósito de responder la pregunta de investigación: *¿Cuáles son los criterios a cumplir por parte de los emprendedores para la asignación efectiva de las inversiones de impacto?*

Glaser (1992) establece que la Teoría Fundamentada es útil para estudios relacionados con la conducta humana dentro de diferentes organizaciones, grupos y otras configuraciones sociales. Strauss y Corbin (2002) afirman que esta metodología favorece el desarrollo de respuestas a fenómenos sociales respecto a lo que está sucediendo y por qué. Ya que el proceso de financiación del emprendimiento (y puntualmente el que genera un impacto positivo a la sociedad) es un proceso con motivaciones, repercusiones sociales y diversas expectativas desde los diferentes actores del ecosistema, se puede afirmar que esta metodología es pertinente al estudio en cuestión. El paso a paso metodológico efectuado se puede apreciar en la figura 4

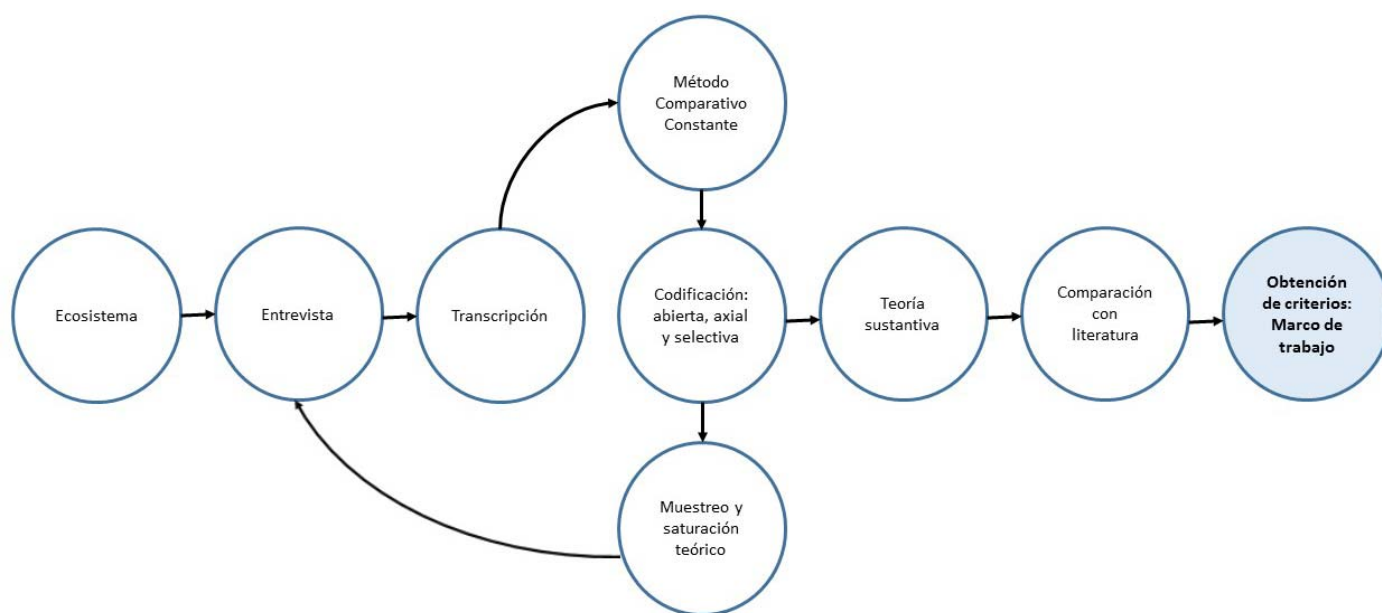


Figura 1 Metodología aplicada

Nota: Adaptado de Vivar et al. (2010)

El contexto del planteamiento teórico surge a partir de la caracterización del ecosistema de los emprendimientos que generan un impacto positivo desde lo social o medioambiental en Colombia, el cual se hizo mediante fuentes secundarias y, posteriormente, primarias con el fin de reconocer los actores junto a sus funciones y relaciones: inversionistas, aceleradoras, entidades gubernamentales, entre otros. Durante este proceso se logró identificar el punto inicial de la muestra la cual fue la génesis del desarrollo investigativo, donde la selección de los participantes del estudio partió del *Mapeo de Inversiones de Impacto en Colombia* realizado por Liechtenstein Global Trust Venture Philanthropy, LGT VP, (2014) donde lista los fondos de inversión que tienen presencia en el país junto con algunos ejemplos de empresas apoyadas.

A continuación se realizó el trabajo de campo efectuando entrevistas que tardaron entre 15 y 75 minutos, las cuales fueron realizadas de manera presencial, telefónica o vía internet, en dos fases distintas: primero se abordaron fondos de inversión y posteriormente empresas apoyadas

por inversionistas. El contacto con los entrevistados se realizó inicialmente por correo electrónico indagando por su interés en participar voluntariamente en el estudio. Una vez la persona contactada aceptaba ser participante de la investigación, se acordaba una cita y se desarrollaba la entrevista. Luego de finalizada, se solicitó a cada individuo que referenciara otro sujeto que pudiera participar en este trabajo, de tal manera que se tejió una red de contactos. De los inversionistas se buscó determinar las expectativas que tienen del emprendedor que busca este apoyo, considerando su interés por el éxito futuro del beneficiario. Del emprendedor se indagó cómo vive el proceso de la financiación a través de las inversiones de impacto. En cada entrevista se aplicó rigurosamente el proceso que demanda la Teoría Fundamentada, empezando con preguntas abiertas de cobertura amplia (por ejemplo, “¿A qué se dedica su organización?” y “¿Cuál es el impacto que genera?”) de tal manera que el rumbo de la conversación fuera llevado por el entrevistado pero bajo un esquema planteado por el investigador, con el fin de lograr cumplir con el objetivo de la investigación a partir de la evidencia recolectada (ver las preguntas guía de las entrevistas en el apéndice C).

Cada entrevista fue transcrita a partir de las grabaciones y notas de campo realizadas. Luego de cada transcripción, se tomó tiempo de reflexión para identificar temas relevantes y los “gaps” existentes que fueron constituyéndose en elementos críticos al conformar el planteamiento teórico posterior.

El procesamiento de los datos obtenidos estuvo marcado por la conceptualización, entendida como la identificación de un fenómeno al que se le coloca una etiqueta indicando “una representación abstracta de un acontecimiento, objeto, o acción/interacción que un investigador identifica como significativo en los datos” (Strauss & Corbin, 2002, pág. 112). Para ello se utilizó Atlas.ti, software para el análisis cualitativo asistido por computadora.

La conceptualización conduce a la codificación la cual se plantea en tres etapas: abierta, axial y selectiva, propias de la Teoría Fundamentada con diseño sistemático. Strauss (1987) plantea la codificación como procedimiento analítico vital y señala que los investigadores cualitativos deben codificar correctamente y con destreza ya que se abre la indagación y la subsiguiente interpretación (Coffey & Atkinson, 2003). En la misma línea van los planteamientos de Seidel y Kelle (1995, pág. 52): “Los códigos representan el vínculo decisivo entre los datos brutos, o sea, la materia textual tal como transcripciones, entrevistas o notas de campo, por un lado, y los conceptos teóricos del investigador por el otro”. La codificación axial tiene como propósito “comenzar el proceso de reagrupar los datos que se fracturaron durante la codificación abierta. En la codificación axial, las categorías se relacionan con sus subcategorías para formar unas explicaciones más precisas y completas sobre los fenómenos” (Strauss & Corbin, 2002, pág. 157). Finalmente, la codificación selectiva pretende buscar una categoría central que explique el proceso de conceptualización aplicado (Molina Vásquez, 2015) con el fin de “integrar y refinar la teoría” (Strauss & Corbin, 2002, pág. 135).

Este proceso analítico llevado a cabo se caracterizó por ser amplio, sistemático, cíclico, y reflexivo. Se efectuó cada vez que se obtuvo una nueva entrevista en función de la comparación constante, el muestreo teórico y la saturación teórica. Cuñat (2007) afirma que la comparación constante busca “encontrar patrones de comportamiento e identificar sucesos”, lo que lleva a un diálogo permanente entre los datos y el planteamiento teórico que se va construyendo (Coffey & Atkinson, 2003), identificando vacíos en los datos que requieran mayor indagación (Viviers, Ractliffe, & Hand, 2011). El muestreo teórico es el procedimiento mediante el cual el investigador recoge los datos e implica que se van recolectando conforme la evolución de las categorías hasta alcanzar la saturación (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista

Lucio, 2014) la cual se constituye en el criterio que tomó el investigador para decidir no buscar más información relacionada con las categorías encontradas, que lleve a desarrollar nuevas características de las mismas (Cuñat, 2007). Cabe resaltar que esta fue la etapa de la investigación más prolongada ya que el trabajo no arrancó con códigos preestablecidos sino que fueron surgiendo de los datos obtenidos, requiriendo así un componente de análisis contundente, lo cual corrobora que “analizar datos cualitativos es, en la mayoría de los casos, un paso que lleva mucho tiempo en la investigación y absorbe la mayoría de los recursos de un proyecto” (Flick, 2015, pág. 139).

Aunque la meta transversal durante el proceso mencionado anteriormente fue disponer de los datos cualitativos más significativos, es importante destacar que el investigador no limitó la cantidad de códigos que se podían asignar a una cita ni la cantidad de citas que podía tener un código (ver la tabla de fundamentación y densidad de la codificación en el apéndice F). Inicialmente se obtuvieron 1425 citas y 112 códigos, no obstante, luego de leer, fusionar y pulir cada código junto a su respectivo grupo de citas y memos generados, se logró reducir a 436 citas y 41 códigos quedando establecido como punto de saturación teórica (ver las evidencias de la codificación en el apéndice E).

En total se estudiaron 25 casos para responder la pregunta de investigación planteada (ver apéndice A y D). Los casos que tomaron parte en esta investigación son capaces de representar la relevancia del fenómeno de estudio porque abarcan diferentes regiones, culturas, tipos de empresas y enfoques de inversión. Esto último se consolida como un hecho fundamental pues interesa “la variedad de las experiencias y preocupaciones, donde no solo se tenga casos comparablemente centrales o nucleares, sino también la varianza en el campo y las diferencias en la vinculación con el problema” (Flick, 2015, pág. 51) tratados con uniformidad al hacer las

mismas preguntas a todos los participantes, formulándoselas de manera similar y no dejar por fuera un tema o cuestión relevante.

Una vez obtenida la información se utiliza la triangulación como estrategia de validación metodológica, definida por Flick (2015, pág. 158) como “la combinación de diferentes métodos, teorías, datos, e investigadores o cualquiera de estos elementos, en el estudio en cuestión”. Con este fin se optó por incluir en el análisis, entrevistas realizadas por terceros, videos institucionales, discursos en eventos y casos analizados a partir de literatura (ver Apéndice B). Además, de los 25 casos estudiados, 2 casos tratan de empresas que en la actualidad no existen pero resultaron interesantes ya que compartieron su experiencia con inversionistas de impacto y las dificultades que enfrentaron en su camino empresarial. Esta variedad ofreció suficiente y adecuada información para construir un panorama amplio alrededor del tópico en estudio y clarificar el camino hacia alcanzar el objetivo de investigación.

En este punto se prosiguió con el proceso de contraste del planteamiento teórico sustantivo hallado hasta este momento, con la revisión de la literatura realizada en torno a conceptos como sostenibilidad, emprendimiento, empresas sostenibles e inversiones de impacto. El resultado de esta etapa arrojó un planteamiento teórico formal, el cual está constituido por los criterios encontrados, abordados con preguntas que debe responder la empresa aspirante junto a una explicación aclaratoria. Este esquema se convierte en el marco de trabajo para la financiación de emprendimientos a través de la inversión de impacto y se podría utilizar como apoyo en un proceso de evaluación para estructurar una convocatoria o proceso de selección futuro.

6. Resultados

6.1 Ecosistema de Emprendimiento Sostenible

Para poder entender el ecosistema de emprendimiento se debe partir de que toda empresa o *cluster* está dentro en un contexto global que ayuda a perfilar el desempeño de la organización y su relación con el entorno. La figura 2 sintetiza este planteamiento.

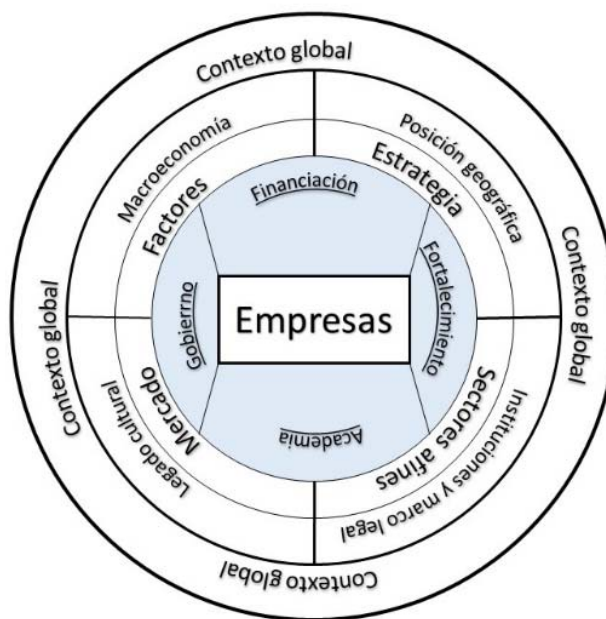


Figura 2 Contexto global de las organizaciones

Nota: Adaptado de Navarrete, Montoya, & Montoya (2009)

A partir de esto, se puede definir como ecosistema de emprendimiento sostenible aquella comunidad de empresas, inversionistas, fundaciones, universidades, organizaciones internacionales, instituciones gubernamentales y aceleradoras cuya labor se articula alrededor de impulsar la creación, el crecimiento y la consolidación de nuevas empresas favoreciendo su sostenibilidad. En Colombia, al igual que sucede en cualquier otra nación del mundo, el

fortalecimiento del ecosistema de emprendimiento depende de variables como el acceso a la educación de sus habitantes, las políticas gubernamentales, la solidez de sus instituciones y el flujo de capital de tal manera que si se presentan dificultades en este tipo de aspectos, la creación de empresas puede verse debilitada y más aún, si se habla de iniciativas empresariales que buscan impactar positivamente a la comunidad, las cuales no escapan a las condiciones que ofrece el ecosistema general de emprendimiento de una nación (LAVCA, 2016). De tal manera que es pertinente comparar el entorno empresarial colombiano con el de otros países en la región y el mundo a través de dos clasificaciones existentes: el “Índice de Condiciones Sistemáticas para el Emprendimiento Dinámico”, ISCED, y el “Índice Global de Emprendimiento”, GEI, en la tabla 5 y 6 respectivamente. Estas dos mediciones muestran a Colombia con un comportamiento destacado en la región pero con mucho por mejorar con respecto a las naciones que tienen las mejores condiciones de emprendimiento en el mundo.

Tabla 4

Comparación del ISCED del ecosistema colombiano y el de otros países

País	ISCED	
	Ranking	Puntaje
Top 5 mundial		
Singapur	1	66,67
Estados Unidos	2	66,66
Finlandia	3	64,58
Suecia	4	61,98
Países Bajos	5	61,90
Top 10 Latinoamérica		
Chile	31	38,42
Brasil	37	33,74
México	38	31,90
Uruguay	39	31,60
Colombia	40	31,33

Costa Rica	41	31,32
Argentina	43	29,94
Bolivia	45	25,81
Perú	46	25,71
Ecuador	48	24,73

Nota: Elaboración propia a partir del Kantis, Federico, Ibarra, Menendez, & Alvarez (2016)

Tabla 5

Comparación del GEI del ecosistema colombiano y el de otros países

País	GEI	
	Ranking	Puntaje
Top 5 mundial		
Estados Unidos	1	86,2
Canadá	2	79,5
Australia	3	78,0
Dinamarca	4	76,0
Suecia	5	75,9
Top 10 Latinoamérica		
Chile	16	62,1
Colombia	43	44,8
Uruguay	47	41,3
Costa Rica	58	36,2
Argentina	61	34,8
Panamá	67	32,4
Bolivia	69	32,1
Perú	70	32,0
México	87	27,6
Ecuador	88	27,4

Nota: adaptado de Ács, Szerb, & Autio (2016)

Ahora bien, para explicar cómo está compuesto dicho ecosistema, es pertinente tomar como base el planteamiento realizado por Quiroga y otros (2014) al analizar el panorama del ecosistema de emprendimiento de Bogotá el cual hace referencia a la cadena de emprendimiento

para definir los actores que lo conforman, identificando su participación en cada una de las etapas por las cuales pasa un emprendedor durante el ciclo de creación de empresas. Estos autores mencionan tres clasificaciones para ilustrar el concepto de cadena de emprendimiento de las cuales el presente trabajo de investigación tomará la usada por *Endeavor* cuyo origen está dado por los estudios que periódicamente realiza el *Global Entrepreneurship Monitor* , GEM. La relación entre la cadena de emprendimiento y sus actores se muestra en la figura 2.

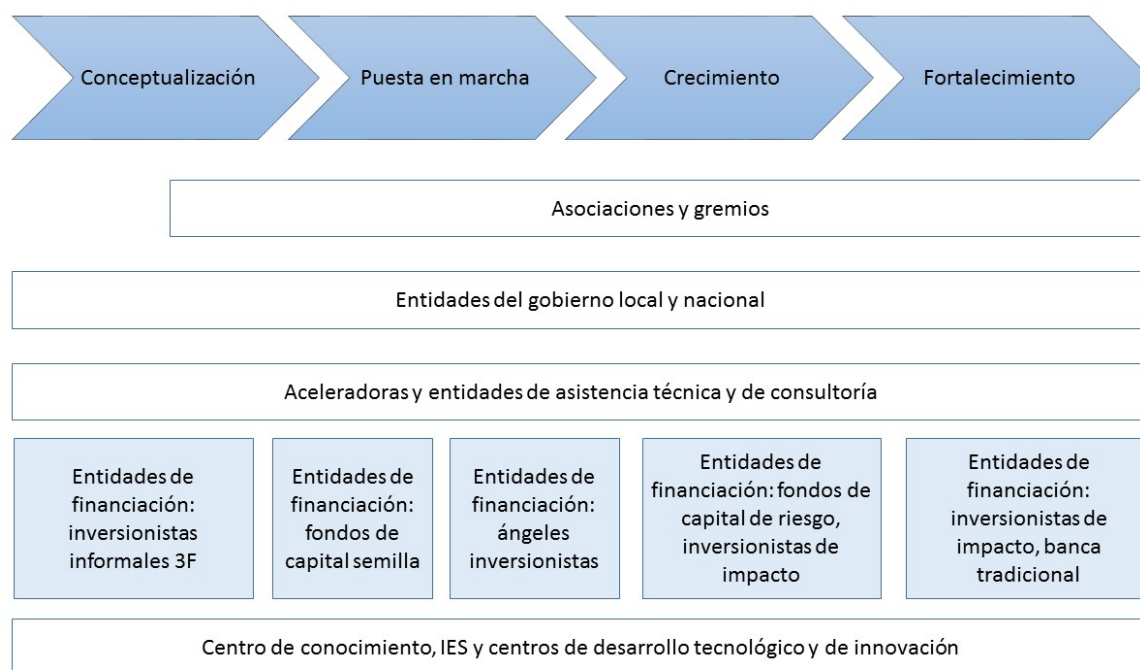


Figura 3. Clasificación de roles en cadena de emprendimiento

Nota: Adaptado de Quiroga y otros (2014)

Quiroga y otros (2014) se refieren a la *Conceptualización* como la etapa en la que el emprendedor potencial se percibe a si mismo con la capacidad de crear su empresa impulsado por necesidad o por oportunidad, desarrollando las primeras actividades empresariales pero que aún no generan ingresos. Posteriormente, viene la *Puesta en marcha* donde el emprendedor

potencial se convierte en naciente efectuando sus primeras interacciones comerciales y logrando obtener los ingresos necesarios para pagar el primer empleado. La etapa de *Crecimiento* el emprendedor logra un incremento sustancial en el nivel de ventas de su organización consiguiendo un adecuado equilibrio entre ingresos y egresos. Finalmente, el emprendedor se convierte en un empresario establecido cuando sobrepasa un lapso de tiempo de aproximadamente 42 meses, conocido como el *Valle de la muerte* por ser el momento de mayor riesgo de fracaso, dedicándose a otras prioridades como llegar a nuevos mercados y liderar el sector donde se encuentra establecido. Durante estas etapas el emprendedor se encuentra ante la posibilidad de interactuar con distintos actores del ecosistema los cuales pueden ser entidades públicas, privadas, mixtas u organizaciones internacionales las cuales se dividen en aquellas que apoyan directamente al emprendedor o las que tienen un rol mixto en el que se relacionan con él fortaleciendo a su vez las interacciones entre todos los actores del ecosistema.

6.1.1 Asociaciones y gremios. Son organizaciones que favorecen la gestión de los gremios de sectores productivos que representan ante los demás actores del ecosistema. Sus acciones están generalmente relacionadas con la capacitación y el fortalecimiento de modelos de negocio de los asociados (Quiroga, y otros, 2014). A continuación se muestran algunos ejemplos:

Asociación de industriales de Colombia ANDI: Es una agremiación que busca favorecer lineamientos políticos, económicos y sociales para el desarrollo de la libre empresa enmarcado en el fomento a la innovación y el emprendimiento junto con una estrategia para el desarrollo sostenible (ANDI, 2016).

Asociación nacional de comercio exterior Analdex: Busca incentivar el desarrollo de la actividad exportadora en Colombia, mejorar su imagen en el exterior y favorecer políticas de internacionalización en corto, mediano y largo plazo. (ANALDEX, s.f.)

También existen programas o redes que agrupan empresas en las cuales prevalece el componente de sostenibilidad en su modelo de negocios como la Red Colombia Verde, el Consejo Colombiano para la Construcción Sostenible y el Plan Estratégico Nacional de Mercados Verdes (Gómez & Torres, 2015).

6.1.2 Entidades de gobierno local y nacional. El papel del estado a nivel local y nacional es el de promover el emprendimiento a través de políticas públicas enmarcadas en planes de desarrollo generando una dinámica económica que repercuta en un impacto positivo a la comunidad garantizando estabilidad jurídica para las empresas (Quiroga, y otros, 2014). Estas entidades abarcan todas las etapas de la cadena de emprendimiento y algunos de ellos son:

Ministerio de Industria, comercio y Turismo (Mincit): Fomenta la actividad empresarial relacionada con la producción de bienes, servicios y tecnología. De igual manera gestiona el turismo en las distintas regiones del país para mejorar su competitividad y su sostenibilidad centrado en la generación de valor agregado (Mincit, 2015). La Ley 1014 de 2006 de Fomento a la Cultura del Emprendimiento ha convertido este ministerio como un actor destacado de la política pública en este tema, trabajando desde diferentes entidades adscritas y vinculadas:

- Innpulsa Colombia
- Fiduciaria Colombiana de Comercio Exterior, Fiducoldex S.A
- Fondo Nacional de Garantías S.A

- Procolombia
- Bancoldex S.A
- Artesanías de Colombia S.A
- Superintendencia de Industria y Comercio
- Superintendencia de Sociedades
- Consejo Técnico de la Contaduría Pública
- Junta Central de Contadores
- Fontur Colombia
- Instituto Nacional de Metrología de Colombia
- Programa de Transformación Productiva

Según el Mincit, en Colombia existen aproximadamente unas 700 organizaciones que impulsan el emprendimiento siendo Bogotá la que más registra con un total cercano a las 180 registradas en el año 2012. Medellín es otro motor de actividad emprendedora gracias a sus políticas locales y participación del sector privado lo cual le ha creado prestigio en temas relacionados con nuevas iniciativas empresariales e innovación (LAVCA, 2016)

Servicio nacional de aprendizaje SENA: Adscrito al Ministerio del Trabajo de Colombia, ofrece educación gratuita enfocada al desarrollo social, económico y tecnológico del país (SENA, s.f.). Uno de sus principales aportes al emprendimiento es el Fondo Empezar el cual es un fondo de capital semilla creado en el artículo 40 de la Ley 789 del 27 de Diciembre de 2002 “cuyo objeto exclusivo será financiar iniciativas empresariales que provengan y sean desarrolladas por aprendices o asociaciones entre aprendices, practicantes universitarios o

profesionales” (Fondo Emprender, s.f.). Esta institución plantea un capítulo especial para promover el emprendimiento social como uno de los procesos que favorece el desarrollo de la política de innovación social enfocado a solucionar problemáticas de la población y que reta a los emprendedores colombianos a generar modelos de negocio sostenibles, escalables y replicables (Fondo Emprender, s.f.).

6.1.3 Aceleradoras y entidades de asistencia técnica y de consultoría. Estas entidades buscan estimular el crecimiento de nuevo emprendimientos y acompañan al emprendedor en toda la cadena de emprendimiento realizando actividades que incentivan esta temática como el acompañamiento en la realización de modelos y planes de negocio, constitución y puesta en marcha del negocio, afianzamiento de procesos productivos y consolidación de la sostenibilidad y escalabilidad del negocio (Quiroga, y otros, 2014). Ejemplo de este tipo de entidades son:

- Cámaras de comercio
- Yunus Negocios Sociales
- Compartamos con Colombia
- Impact Hub Bogotá
- Fundación Avina
- Corporación Ventures
- Fundación Bavaria
- Ashoka Colombia
- Connect Bogotá
- Fundación Endeavor Colombia

Respecto a los inversionistas de impacto, estos han encontrado en Colombia que las empresas en general no se encuentran listas para entrar a un proceso de inversión y lo que traído como consecuencia que los fondos deban acercarse a las empresas en etapas más tempranas para poder consolidar futuras inversiones. Este paso adicional, que se está viendo en la realidad colombiana, ha llevado a que los inversionistas se asocien con aceleradoras para identificar a las empresas y prepararlas para la inversión (LAVCA, 2016). En este punto radica la importancia de este actor del ecosistema.

6.1.4 Instituciones de financiación. Las entidades de financiación pueden ser de carácter público o privado y pueden acompañar al emprendedor en todas las etapas de la cadena de emprendimiento. Las primeras fuentes de financiación son los denominados inversionistas informales o 3F: amigos, familiares y allegados cuyas palabras en inglés son Family, Fools & Friends que con frecuencia son quienes apoyan económicamente al emprendedor en la primera etapa de formulación del prototipo de producto o servicio a ofrecer. Para la puesta en marcha los emprendedores pueden apalancarse con los fondos de capital semilla como el Fondo Emprender del SENA el cual es el más conocido entre los estudiantes de últimos semestres y recién egresados de programas técnicos y universitarios. En esta etapa del emprendimiento aparecen también los recursos de entidades de asistencia técnica y consultoría como el programa Destapa Futuro de la Fundación Bavaria, además de las redes de ángeles inversionistas (Quiroga, y otros, 2014).

Por su parte, en la etapa de crecimiento y consolidación de las empresas están la banca tradicional y los fondos de capital de riesgo enfocados principalmente en emprendimientos dinámicos y de alto impacto donde tienen cabida los que solucionan o ayudan a solucionar una

problemática específica de la sociedad; y finalmente las inversionistas de impacto, tema central de esta investigación. Uno de los más recientes intentos por listar este tipo de inversiones en Colombia fue el realizado por LGT VP (2014) cuyos datos más relevantes se resumen en la tabla 7 los cuales muestran un amplio dominio de fondos de origen extranjero ya que la inversión de impacto local se encuentra en etapa temprana.

Tabla 6

Lista de los inversionistas de impacto presentes en Colombia

Inversor	Actividad desde	Origen
The Eleos Foundation	2013	EE.UU.
Yunus Social Business	2011	Alemania
Venture South Colombia	2008	Suiza
Fundación Bolívar Davivienda	2010	Colombia
IC Fundación	2010	Colombia
Total Holding	2014	Colombia
IADB - Opportunities for the Majority	2009	EEUU
Root Capital	2005	EE.UU
Venture Lab - Acción	2013	EE.UU
Halloran Philanthropies	2010	EE.UU.
Development Innovation Ventures - USAID	2013	EE.UU
Impact Finance Fund	2013	Suiza
Acumen	2013	EE.UU
LGT Venture Philanthropy	2008	Liechtenstein
Elevar Equity	2014	EE.UU
responsAbility Investments AG	2009	Suiza
Fondo Inversor	2011	Colombia
Grassroots Business Fund	2008	EE.UU
Incofin	2010	Bélgica
Frontier Investments Group - Acción	2010	EE.UU
Bamboo Finance	2008	Suiza

Nota: Adaptado de LGT VP (2014)

Algunas fundaciones de empresas privadas apoyan el emprendimiento a través de las inversiones de impacto sirviendo de intermediarios o cofinanciadores en las regiones donde tienen operaciones. Ejemplo de ello es la labor conjunta que hace IC Fundación en diferentes regiones de Colombia:

“...no trabajamos solos, trabajamos en alianza con organizaciones que estén en campo. Entonces trabajamos por ejemplo, en el bajo Cauca trabajamos con la Fundación Mineros, en Santander trabajamos en alianza con la Fundación Saldarriaga Concha, entonces hacemos alianzas para poder apoyar esos proyectos en campo...” (IC Fundación)

Además, algunas empresas privadas se unen para constituir un fondo de inversión de impacto, como el caso del Fondo Inversor conformado por 20 organizaciones: BVC, JP Morgan, Fundación Bolívar-Davivienda, Fundación Saldarriaga Concha, Fundación Avina, Fundación Diego & Lia, LAEFM Colombia, Corporación Mundial de la Mujer, Estrategias Financieras y Corporativas, McKinsey&Company, Banca Inversión Bancolombia, Brigard & Urrutia, Compartamos con Colombia, Fomin, Halloran Philanthropies, Old Mutual, Bancoldex, Fundación Suramericana y Sociedades Ramírez Moreno (BVC, s.f.).

6.1.5 Centro de conocimiento, desarrollo tecnológico, innovación, e IES. Este tipo de instituciones juegan un papel relevante durante las etapas de la cadena de emprendimiento. Se encargan de sensibilizar e impulsar a los emprendedores potenciales y buscan consolidar las iniciativas empresariales de estudiantes y profesionales egresados vinculándolos de forma activa

al ecosistema de emprendimiento a través de los servicios que ofrecen sus actores. Además, pueden ser escenario para consolidar redes de contactos, elaborar los primeros prototipos y realizar actividades académicas de perfeccionamiento como diplomados o cursos específicos para empresarios nacientes, nuevos o establecidos (Quiroga, y otros, 2014).

De la misma manera, las universidades tienen un papel relevante en el ecosistema de emprendimiento relacionado con inversión de impacto a través de la investigación y su divulgación ya que por el momento, el ecosistema está limitado por la falta de comunicación sobre las actividades relacionadas con esta temática (LAVCA, 2016). Eventos internacionales como el Foro Latinoamericano de Inversiones de Impacto, FLII, han aportado en esta dirección puesto que su edición 2014 se llevó a cabo en Colombia y buscó promover la temática en la región (FLII, 2014). Además, instituciones como la Universidad de los Andes han participado en la elaboración de importantes estudios relacionados con las inversiones de impacto como El Panorama de la Inversión de Impacto en América Latina (realizado en 2016 con un enfoque especial en Brasil, Colombia y México) donde fueron aliados estratégicos de LAVCA, LGT VP y Aspen Network of Development Entrepreneurs. Otras universidades como Icesi, Universidad Pontificia Javeriana, Universidad del Norte, Universidad EAN, Corporación Universitaria del Caribe y Universidad Cooperativa de Colombia han aportado en la realización de trabajos relacionados con la temática general de emprendimiento como el GEM 2016.

Como complemento a lo mencionado anteriormente, es importante mencionar que las instituciones universitarias también realizan eventos de fomento y divulgación de iniciativas sostenibles como por ejemplo la Fundación Universitaria de San Gil la cual realizó el Foro denominado “Experiencias empresariales solidarias” programado en mayo de 2017 donde

participaron diferentes organizaciones relacionadas con la asociatividad sostenible y la economía solidaria del departamento de Santander.

Por último, es importante mencionar a B Corporation la cual es una organización estadounidense sin ánimo de lucro que certifica a las empresas que incluyen el concepto de sostenibilidad como una estrategia que rige su modelo de negocio (B Corporation, s.f.). Para este fin, creó el Sistema B para otorgar la Certificación B que distingue a la empresa que lo recibe como aquella que tiene una estrategia ligada a resolver problemas sociales y ambientales (Gómez & Torres, 2015). De esta manera pretende aportar a “construir un ecosistema favorable para fortalecer empresas que utilizan la fuerza del mercado para dar solución a problemas sociales y ambientales” (Sistema B, s.f.). Para consolidar este propósito, el Sistema B propone la Academia B con el fin de establecer una red de conexión entre esta tendencia y la academia buscando propiciar un espacio para que investigadores, docentes y estudiantes se unan a esta propuesta aportando desde la labor académica para favorecer la comunicación y el trabajo en equipo como agentes de cambio hacia una nueva economía sostenible (Academia B, s.f.). Es interesante resaltar que las inversiones de impacto se ven interesados por las empresas B porque comparten el propósito de generar impacto positivo a la sociedad y ser rentables (Gómez & Torres, 2015). Actualmente Colombia tiene 49 empresas B y 3 más se encuentran pendientes de recibir la certificación (Sistema B, s.f.).

6.2 Análisis de las inversionista de impacto en Colombia

Los inversionistas de impacto en la práctica tienen como propósito entrar en el entorno de la empresa apoyada sirviéndole de soporte para su crecimiento y a la vez recibir un retorno

económico. Este apoyo puede darse principalmente bajo la figura de crédito o de participación accionaria, acompañado con asistencia técnica:

“Normalmente cuando hacemos inversión, como accionistas de las inversiones tomamos un puesto en la junta directiva y tratamos, o lo que hacemos, es aplicar buenas prácticas y experiencia que tenemos en otras industrias. Y pues digamos que el core del negocio como tal es financiar...es darle préstamos a estas instituciones acompañado también de una asistencia técnica” (I1)⁵

Esa asistencia técnica es percibida como fundamental a tal punto que puede ser considerada más importante que el apoyo económico mismo, tal como lo indica la siguiente cita en la cual desde una empresa se afirma: “valoramos mucho más el apoyo más bien técnico, la capacitación, que el dinero” (E1). Siendo evidente, entonces, el apoyo que representa para una empresa tener un inversionista de impacto como aliado, es pertinente preguntarse ¿Cómo se encuentran el uno con el otro? Pues bien, esta situación puede variar en cada caso. Existe el inversionista que no requiere realizar convocatorias para recibir postulantes ya que basa su divulgación en el prestigio construido con el tiempo (por ejemplo, “¿Cómo nos llegan a nosotros las oportunidades? Pues nosotros tenemos una muy alta reputación y experticia, por lo que nos llegan muchos referidos porque saben lo que hacemos” (I3); “nosotros no buscamos realmente organizaciones, a nosotros nos contactan, no hacemos convocatorias. Es un tema más de voz a voz o de gente que nos conoce y nos recomiendan y por eso nos llaman” (I5)). Otros por el

⁵ Las citas que provienen del trabajo de campo finalizan con un código en paréntesis compuesto por una letra y un número. La letra simboliza si la persona que la dijo es inversionista o representa a una empresa apoyada: I = inversionista, E = empresa. El número distingue al individuo en específico dentro del subgrupo al que pertenece.

contrario, realizan invitaciones públicas a participar en el proceso de selección: “hacemos una convocatoria de más o menos dos meses” (I2).

Ya sea por referencias o por convocatorias, para que un inversionista decida apostar su dinero por una empresa en particular, ésta debe entrar en un proceso de evaluación de diversos aspectos cuyo resultado final dará luz verde o no a la inversión (“es un proceso, eso no es que yo te conozco y te presto, sino que empieza una evaluación”, (E9)). Este camino no es lineal ya que depende de diversos aspectos que pueden fluctuar de un caso a otro que, incluso, pueden hacer que los tiempos de evaluación sean radicalmente distintos,

“Ay no!...eso no es una receta de cocina. Yo he estado en procesos de dos años hasta la última que cerramos me demoré tres meses.....todo depende de las circunstancias” (I4)

Esas circunstancias moldean un proceso de evaluación y selección poco predecible, en el que la empresa postulante debe tener claro las necesidades que afronta y acudir al inversionista que se adecúe a su perfil, para que las vicisitudes del camino no dilaten la inversión como fin último,

“yo creo que también es un proceso de gestión. Entonces en ese proceso es identificar igual que como uno lo hace con los clientes, digamos, cuando uno hace un estudio de mercados, es exactamente lo mismo, o sea ¿qué tipo de inversión?...de pronto tú necesitas por ejemplo 200.000 dólares, eso no es mucho, entonces hay fondos de inversión especializados en inversiones de ese monto; y hay organizaciones en una fase que necesitan ese tipo de inversión. Hay otros que ya, no sé,...2 millones de dólares, 5 millones, hay fondos para ese tipo. Entonces yo creo que si, es un proceso de identificar qué es lo que ellos buscan, de identificar qué es lo que se necesita internamente, de alinear y es un proceso largo. Usualmente los proceso de inversión requieren un tiempo que como tal, hay que tener claro en qué se quiere invertir” (E4)

En este orden de ideas, la búsqueda de estos lineamientos o criterios a través de los datos recolectados estuvo marcada por una frase contundente de un inversionista quien afirmó que “los factores decisorios al momento de invertir en una empresa son el impacto (establecido como la definición propia de impacto social generado, junto a su amplitud y profundidad), la rentabilidad, el equipo líder, la escalabilidad e innovación que proponga” (I4). Otro inversionista comentó “el impacto es fundamental, que haya un buen líder y una buena estructura organizacional” (I5). Esto arrojó pistas claras acerca de los puntos que debían ser abordados en las entrevistas siguientes y de la estructura final del marco de trabajo, ya que permitió ver, como punto de partida, que existen criterios objetivos y subjetivos:

“¿Quién sí? y ¿Quién no? Eso es muy subjetivo la verdad. Las partes objetivas es que cumplan, o sea que el tamaño de la ronda nos haga sentido, que la valoración nos haga sentido, que el modelo de negocio esté alineado con lo que nosotros buscamos en cuanto a impacto y rentabilidad y que, por supuesto, el emprendedor o el management team y los inversionistas hagan fit” (I3)

“digamos que obviamente hay un tema de historial, por supuesto, pues no puede estar a cargo de la empresa cualquier persona sin un historial válido que pueda respaldar una gestión...por así decirlo.....pero aparte de eso...que eso vendría siendo un componente objetivo...el componente duro, pues también hay un componente blando que es la empatía que exista con esta persona y la confianza, que no es más que lo que yo le menciono: la transparencia en todo el sentido de la palabra. No solo en los números sino también en lo personal. Entonces diría que ese es el factor más importante” (I3)

Este par de citas validan el papel que juegan el impacto, la rentabilidad y el equipo directivo en el proceso de evaluación, pero principalmente valoran como fundamental el componente subjetivo basado en la confianza entre las personas involucradas, la cual se empieza a construir “con una conversación inicial cuando hacemos el contacto con algún cliente potencial” (I1). Los primeros contactos resultan fundamentales porque determinan el grado de empatía desarrollado. Además surgió la frase “nos haga sentido”, la cual resultó interesante para definir la conexión que debe existir entre ambas partes,

“sentido es que se alinee con nuestra tesis de inversión, lo que buscamos. Pues a mí, es decir, si me llega una propuesta de petróleos de una digo que no, pues pongo el caso como extremo” (I1)

Así las cosas, se pone de manifiesto la necesidad de que exista un alineamiento entre el inversionista y la empresa postulante, basado primordialmente en el componente subjetivo ya que el equipo directivo “tiene que dar mucha confianza...eso se traduce en transparencia” (I3) permitiendo que haya un mejor entendimiento en el momento en que se aborden los criterios objetivos del proceso de inversión:

“Si a mí me dice algo el primer día y cuando yo voy y visito la empresa, llego allá y no es así...así sea algo pequeño, pues eso ya genera desconfianza. Si aparecen números escondidos y cuando hacemos Due Diligence legal los abogados encuentran algo que nos es lo que nos dijo...eso genera mucha desconfianza y nos genera muchas reservas, porque si así es en el proceso pues ¿cómo será ya uno invirtiendo?”

Dicho esto, se hace evidente que la relación entre inversionista y empresa requiere una convergencia entre la confianza, el modelo de negocios y el enfoque de inversión desde el contacto inicial. Esta relación debe ajustarse ya que “hay muchos enfoques de inversión diferentes” (E4) y los inversionistas son muy precisos en las características de empresas que requieren: “tenemos un nicho de inversión muy específico” (I3), y esto lleva a tener en cuenta 4 dimensiones que facilitan esa sincronía. La primera de ellas es la etapa en la cual se encuentra la empresa postulante, ya que el inversionista no apoyará proyectos empresariales en fases iniciales:

“nosotros las instituciones que financiamos son instituciones que mínimo deben tener tres años de funcionamiento, no invertimos en startups, no es nuestro foco, no está dentro de los estatutos de los fondos que administramos” (I1)

“de acuerdo a la fase en el que esté el negocio es que se da la inversión, entonces si tu estas en fase de ideación, lo más común que vas a encontrar son concursos de negocios sociales y es muy difícil que llegue un inversionista y te invierta de la nada sin tener un pilotaje. Entonces yo creo que facilitó el hecho de que nosotros habíamos tenido un pilotaje y lo hubiéramos hecho con recursos propios, entonces yo creo que eso nos ayudó mucho” (E4)

Adicionalmente, en algunos casos la etapa en la que se encuentra la empresa está relacionada con el tamaño de la misma y el impacto que genera. Por tal razón, una empresa postulante debe dirigirse a inversionistas que atiendan solicitudes que vayan acorde con estas características en su negocio:

“Nosotros hemos estado en varios espacios donde hay inversionistas interesados en esto. Iniciamos primero en Acumen pero para ellos somos muy pequeños porque nuestro impacto es la parte de productores.....y ellos buscan empresas que generen mayor impacto en números...entonces imagínate! ¿nosotros?” (E8)

El segundo punto es el tipo de impacto generado, el cual puede ser inclusión financiera, nutrición, salud, educación o cualquier otro que aqueje a una población. Es necesario que la empresa se dirija al inversionista adecuado ya que estos tienen intereses concretos en determinadas áreas y no atenderán proyectos que tengan diferente intención,

“Nosotros estamos en la parte de intermediación, es decir, financiamos, a las intermediarias, no son empresas de sector real...entonces lo que te decía, son financieras, fundaciones, cooperativas, bancos, que se dedican a la intermediación financiera con la base de la pirámide, es decir, microfinanzas” (I1)

“(somos) una fundación empresarial que lo que busca es apoyar...generar impacto sociales en comunidades vulnerables. Eso es lo que buscamos. Y la forma en que queremos generar impacto social es a través del apoyo a empresas asociativas” (I5)

En tercer lugar se encuentra la prioridad que el modelo de negocios le otorgue al impacto con respecto a la rentabilidad. En este aspecto debe coincidir la empresa con lo que busque el inversionista lo cual depende de la filosofía de inversión que maneje. Por ejemplo, existen aquellos que le dan prioridad a la rentabilidad: “la misión que nosotros tenemos es demostrarle al mercado que se pueden ofrecer unas rentabilidades como las de mercado sin hacer algún tipo

de sacrificio...o mejor! que se puede ofrecer el mismo tipo de rentabilidad de mercado generando un gran impacto y eso, digamos, es lo que nos diferencia y yo creo que nos diferencia de los otros fondos de impacto, que nosotros no sacrificamos rentabilidad. Nosotros somos un fondo de capital privado como tal constituido y tenemos detrás inversionistas tradicionales a los que les debemos devolver una rentabilidad como la de mercado” (I3); otros por el contrario, otorgan prioridad al impacto: “el primer elemento que buscamos es tener un impacto social muy positivo en América Latina, y un segundo elemento que buscamos es tener un retorno para las personas que han invertido en el sistema” (E2).

El cuarto elemento que guía el alineamiento entre ambas partes es la estructura organizacional de la empresa postulante ya que “el grado de organización es clave para decidir si se da un crédito o no” (I5). Esta estructura es la forma como está establecida la empresa internamente y la manera en la que se gestiona. El propósito de este requerimiento para los inversionistas es evidenciar la solidez de su funcionamiento, de tal manera que exista internamente un camino definido que permita tener un buen desempeño tanto en el impacto como en su rentabilidad: “empezamos a revisar obviamente cómo está su estructura, si tiene un departamento de gestión de desempeño social” (I1); “evaluamos diferentes factores desde lo organizacional ¿qué tan sólida es la organización? (...) ¿qué tan organizada está? ¿Que tanto se creó para recibir proyectos externos y recursos externos de donaciones? muchas organizaciones que se crearon son simplemente de papel y se crean simplemente para recibir proyectos, -hay una convocatoria tal, venga unámonos para que seamos muchos y recibimos las plata- entonces hay que evaluar eso. Hay organizaciones que se crearon realmente para resolver problemas y necesidades,” (I5).

Relacionado con la estructura organizacional, es importante recordar que dentro de los casos estudiados se encuentran empresas que habiendo recibido apoyo de inversionistas de impacto, en la actualidad no existen; de manera que al preguntarle al emprendedor detrás de uno de estos casos el por qué de esta situación, respondió: “En resumidas cuentas: mala planificación financiera, el tema de gobierno corporativo (...) se perdió, ya no había directrices claras frente a la administración” (E7). Esta persona direcciona las causas de la quiebra de la empresa hacia un asunto relacionado con conocimiento, estrategia y estructura organizacional.

Si los aspectos mencionados hasta aquí se cumplen, es posible establecer una relación inversionista-empresa que prospere más allá de los primeros contactos entre ambos. Dado que “es bastante importante ese match” (I2), queda claro que este debe ser un criterio excluyente en la decisión de inversión. La figura 4 muestra las relaciones encontradas a través de una red semántica para este primer criterio.



Figura 4 Primer criterio: Relación inversionista-empresa

Luego de que la relación inversionista-empresa se ajusta a los requerimientos iniciales de ambas partes, es posible continuar con el proceso: “cuando vemos que es un perfil que se adapta a alguno de los fondos que administramos, nosotros enviamos un formulario de solicitud donde básicamente el cliente potencial diligencia los temas financieros, el desempeño financiero y también nos contesta algunas preguntas de tema social” (I1). Comienza un proceso de revisar con mayor detalle los aspectos que lleven a profundizar el vínculo entre ambas instituciones, siendo el impacto un tema relevante, el cual se define como el beneficio que brindan las actividades empresariales a una determinada comunidad, por ejemplo, “nos dedicamos a comercializar cacao, a regular el precio, a darle mejores beneficios a ellos (los asociados) y

hemos venido logrando que el cacao de Tumaco se posicione a nivel nacional e internacional” (E3).

En este camino hay que mencionar que cada inversionista tiene formas internas propias para abordar el impacto generado. Existen esquemas estructurados previamente con orientación a resultados cuantitativos, en donde se crea “una herramienta interna en donde vemos seis dimensiones sociales y creamos un score social interno en donde le demostramos a los inversionistas que la plata que están invirtiendo en la institución (...) si tiene un impacto de alguna manera en la comunidad” (I1); otros prefieren afrontar el tema desde una perspectiva cualitativa, por ejemplo, “cuando hacemos un crédito hacemos el levantamiento de una línea de base socioeconómica donde se identifica cuáles son los principales necesidades de esos asociados: salud, educación vivienda etc. Y a lo largo del crédito hacemos unos planes de acción con la asociación o cooperativa”.

El común denominador de lo que esperan los fondos respecto a este tema, es que la empresa pueda identificar claramente el impacto que genera. De acuerdo a los casos estudiados se identificó el impacto en: inclusión financiera, “el fondo quiere llegar a las familias que los bancos no les prestan” (E1); salud, “somos un negocio social que tiene como propósito que todas las personas podamos acceder a servicios de salud o, pues digamos, a la mayor calidad de servicios de salud sin importar nuestro nivel de ingresos” (E4); nutrición, “que los niños especialmente tuvieran...por lo menos pasaran la línea crítica de riesgo de desnutrición por anemia ferropénica y por zinc” (E7); habitabilidad, “mejoramientos de vivienda (...) a través de turismo comunitario” (E6); asociatividad rural, “es el sostenimiento de más o menos unas 70 u 80 familias que trabajan la sericultura, productores de capullo y artesanos” (E5); y educación,

“nuestra misión es apoyar a jóvenes talentosos de América latina para que inviertan en su capital humano para que mejoren su educación” (E2).

Este impacto generado también debe ser definido en función de dos dimensiones, amplitud y profundidad (“hay dos tipos de impacto social: uno es un impacto profundo y otro es un impacto amplio” (E6)), los cuales permiten entender el alcance y los cambios que puede generar el modelo de negocios postulante en la comunidad. La amplitud hace referencia a la cantidad de personas que cubre el impacto propuesto (“impactos amplios, es decir que abarquen más gente” (E6)) y la profundidad se relaciona a qué tanto cambia la vida de las personas el impacto propuesto (“es un impacto social profundo porque estamos hablando de sacar de la pobreza” (E6)). Una de las personas entrevistadas explicó estos dos conceptos mediante un ejemplo donde compara su empresa con otra.

“*****, el modelo de negocio de ellos es mejorar...es abaratar los costos del acceso a la salud de las personas. Entonces por ejemplo, ellos pueden con su modelo de negocio impactar a 1000 personas en un mes porque esas 1000 personas tuvieron acceso a un descuento del 50% en compra de medicamentos, entonces es un impacto de 1000 es un corto tiempo. ***** tiene 10 familias y nuestro propósito es sacar de la pobreza a 10 familias en un año o dos años, entonces 10 personas impactadas comparadas con 1000 personas impactadas, pues obviamente, dicen que tiene más impacto social el que abarca 1000 que 10, pero cuando vamos a medir el nivel del impacto social pues uno fue un impacto social superficial y otro es un impacto social profundo” (E6)

De hecho, la misma persona va más allá al afirmar que existe una preferencia (según su experiencia) por uno de los dos conceptos por parte de los inversionistas,

“incluso el mismo director (del fondo inversionista) siendo consciente, él nos decía: -es que lo que ustedes pretenden es muy chévere porque realmente están hablando de cambios importantes, sustanciales, de cambios que se van a ver a futuro, niños que van a tener acceso a la universidad porque sus padres pudieron ahorrar pero....a los inversionistas lo que les importa es ver números y por eso para nosotros es tan difícil apoyarlos a ustedes-” (E6)

De tal manera que el impacto se establece como el segundo criterio y en la figura 5 se muestran las relaciones encontradas a través de una red semántica.

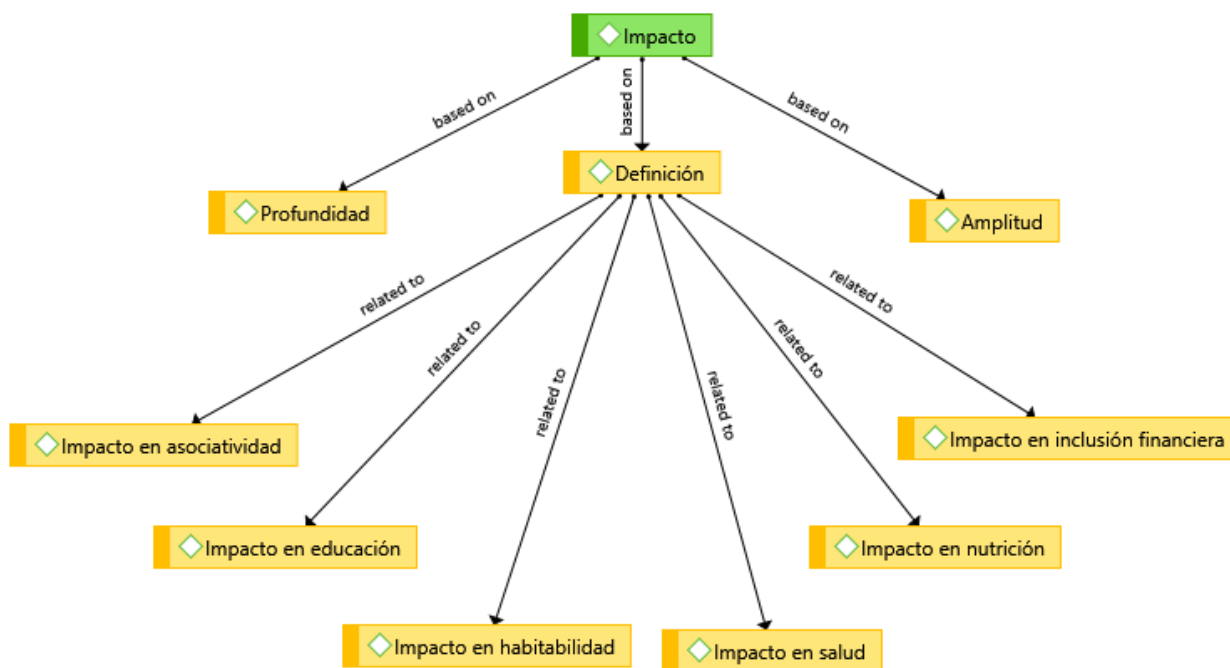


Figura 5 Segundo criterio: Impacto

En este punto, es necesario entender el vínculo existente entre el equipo directivo, y la consecución del impacto en la práctica. Cabe aclarar que se entiende en esta investigación como

equipo directivo de una empresa a la junta directiva, al presidente, al emprendedor o cualquier otra posición de autoridad que haga parte del proceso de evaluación en la interacción con el inversionista. Ahora bien, la acción de invertir no va dirigida exclusivamente hacia un modelo de negocios, también se transforma en un voto de confianza en una persona o grupo de personas que lideran la iniciativa empresarial. Por ello una emprendedora afirmó: “yo creo que hay otro punto importante que es el equipo emprendedor definitivamente, porque realmente yo creo que un inversionista...o sea, pueden haber muy buenas ideas pero realmente un inversionista invierte también en quién las ejecuta, y es como yo darle mi voto de confianza a una persona o a un equipo de personas” (E4). Esta afirmación concuerda con lo dicho por un inversionista quien le da un papel preponderante al staff directivo de la empresa postulante,

“evaluamos más que todo la junta directiva, quién está detrás de la empresa, de la institución, quiénes son los accionistas, si tiene accionistas o fundadores en el caso de alguna ONG con la que trabajemos; y claro sin lugar a duda el equipo gerencial. Hacemos entrevistas toda una evaluación, miramos cuál es la experiencia que tiene, si realmente saben del tema de microfinanzas, si han estado el sector financiero, si conocen el mercado. Entonces si...sin lugar a duda nos centramos mucho más en la junta directiva y en los accionistas” (I1)

Esta cita resalta la importancia de que el equipo directivo demuestre experiencia y conocimiento. El inversionista también espera de la empresa que “su junta directiva esté involucrada en el impacto que está logrando en la comunidad” (I1), para lo cual resalta el compromiso que debe existir con el beneficio final a la sociedad: “¿Que tan comprometido está con su proyecto?” (E6). Por ejemplo, el presidente de una empresa dedicada a generar un impacto en educación afirma que, “a mí me parece que es moralmente muy correcto que

América Latina se ponga seria en desarrollar su capital (humano) y ¿qué significa esto? que los ciudadanos de nuestra región tomemos una parte de nuestro ahorro para invertirlo en nuestros jóvenes” (E2). Esto apunta a que el compromiso debe estar en la esencia y en el actuar del equipo directivo,

“Es un proceso de mucha perseverancia, de determinación, de realmente como tener un pensamiento de ¿cómo quiere ver la sociedad? y ¿cuál es ese cambio que quiere ver en la sociedad? y ¿por qué yo lo estoy haciendo?, ¿por qué esto me apasiona?, ¿por qué realmente conecto desde el corazón? Porque cuando sucede esto, el resto de personas lo ven tan auténtico, porque realmente es auténtico, y se quieren sumar y no solo inversionistas sino los empleados, los clientes...” (E4)

En cuanto a casos de empresas rurales asociativas, el inversionista espera que el rol de líder lo desempeñe una persona que esté involucrada directamente en la actividad que motiva la asociación, ya que se desarrolla compromiso y un vínculo cercano: “el líder es clave, y nos interesa que no sean gerentes externos o líderes externos sino que sean gerentes y líderes de la comunidad o de la misma organización que dependan de ese negocio (I5).

Cuando ese compromiso no está presente desde la figura de autoridad, es difícil que haya la suficiente resistencia para enfrentar las dificultades del camino empresarial : “Para el caso de *****, de hecho ellos ganaron más convocatorias que nosotros, a ellos les dieron más plata que a nosotros pero ellos al primer obstáculo se liquidó la empresa porque ellos eran unos emprendedores pero no estaban comprometidos” (E6). Además el compromiso debe ser compartido por el equipo de trabajo: “si tu contratas un diseñador y si a ese diseñador le importa

un pito si está trabajando para una tabacalera o para un negocio social, pues realmente no vas a tener los mismo resultados”(E7).

Ahora bien, para que este compromiso verdaderamente sea reconocible en el actuar empresarial y se transmita en toda la organización, se requiere la visibilidad de la figura de un líder como tal, que esté en capacidad de “hacer llegar las buenas ideas a los cooperantes” (E1). Ese liderazgo que debe tener el equipo directivo, se caracteriza por el poder de convencimiento tanto al interior de la organización para que los colaboradores le sigan bajo un mismo objetivo: “mi equipo de trabajo siempre decía una cosa: -cuando usted se sienta en ese escritorio, a nosotros nos da ganas de sentarnos en ese escritorio, ¿por qué? porque vemos que usted se sienta a hacer las cosas con dedicación, con amor, con pasión-” (E7); como al exterior en busca de convencer a posibles inversionistas de la viabilidad del negocio: ante la pregunta, ¿Hay alguna característica en Mario (el líder) que hizo decisivo ese primer contacto con los inversionistas para que haya un segundo y un tercero (contacto)?, la respuesta deja en evidencia el poder de convencimiento requerida en la posición de liderazgo:

“Claro! sin duda alguna la argumentación de Mario es supremamente convencedora...su argumentación de trabajo social que hace en las organizaciones de las que él participa.... él vende la idea” (E1)

Queda claro entonces, la importancia del liderazgo en la gestión exitosa y la sostenibilidad de las empresas en cuestión, corroborado por un emprendedor en la siguiente cita:

“El factor motivacional del emprendedor realmente genera liderazgo. No hay otra manera. No conozco otra manera de que un negocio social pueda surgir. (...) ¿Cómo hago liderazgo? A través del ejemplo. Entonces lo primero es que yo no puedo dar ejemplo si no me apasiona lo

que estoy haciendo, entonces contrato a alguien. Es un negocio social, entonces llego y le hago mala cara a todo el mundo y decirle las cosas que tiene que hacer...¡olvídate que eso da resultado! (...) Entonces la gente le dice a uno: -hombre que rico cuando usted está, que rico cuando usted se pone a trabajar, se le ve la intención, el trabajo, se ven los buenos resultados- entonces la parte de intención de motivación hace que uno haga las cosas muy bien y la gente se motiva al verlo a uno así...y eso genera liderazgo” (E7)

Ese liderazgo requiere estar apoyado por el conocimiento de temas estratégicos. Uno de los problemas recurrentes que detectan los inversionistas son las falencias en temas básicos de la gestión empresarial. A la pregunta ¿Cuáles son los principales problemas del equipo directivo desde la perspectiva del inversionista?, la respuesta es concreta: “desconocimiento financiero, pobre estrategia de mercadeo y escaso orden en sus actividades” (I4). Esta situación muestra que el inversionista juega un papel relevante ya que acompaña el apoyo económico con asistencia técnica que permita cubrir estas falencias relacionados con la gestión,

“se les ayudan a los emprendedores a fortalecer su emprendimiento para que crezcan de una manera sostenible y no mueran en cierto punto como lo hacen la mayoría de empresas por desorganización interna, porque no tienen la estrategia, porque no llevan la contabilidad adecuada, eso es lo que nosotros hacemos” (I2)

El conocimiento es necesario no solo para desempeñar su tarea sino también para dirigirse a un inversionista ya que “muchas veces los emprendedores sociales, digamos que no todos pero si algunos, muchas veces no nos encontramos preparados pues para ese proceso” (E4). Una emprendedora lo explica de la siguiente manera:

“digamos que hay una brecha grande entre los emprendimientos para acceder a cumplir los requerimientos que tiene estas instituciones, entonces por ejemplo, muchas veces yo encuentro aquí en mi entorno instituciones que generan un impacto social muy bonito y grande y que llevan muchos años, pero no tienen digamos dentro de su talento humano una persona que sepa realizar proyectos o que hable inglés, y la mayoría de los proyectos son en inglés a pesar que sean instituciones que están aquí en Colombia pues las convocatorias son internacionales” (E4)

De esta manera se evidencia aún más que el conocimiento va conectado a la experiencia acumulada a través de los años. Por esta razón el inversionista revisa “cuál es la experiencia que tiene, si realmente sabe del tema” (I1), lo que ayuda a que el riesgo de la inversión sea menor. La combinación de estos dos elementos hace que el equipo directivo pueda construir una visión estratégica que permita proyectar el futuro partiendo de los recursos que tiene en el presente:

“ser muy organizado en el sentido de tener unos proyectos claros de inversión...un inversionista no va a invertir porque si, sino: -bueno, con ese dinero ¿qué es lo que van a lograr ustedes? y ¿qué es lo que proyectan?-” (E4)

En este orden de ideas, una empresa que demuestra que su gestión empresarial se fundamenta en el conocimiento, la experiencia y la visión estratégica goza de un perfil atractivo para la inversión. De tal manera que el tercer criterio son las características del equipo directivo, cuyas relaciones se encuentra en la red semántica de la figura 6.

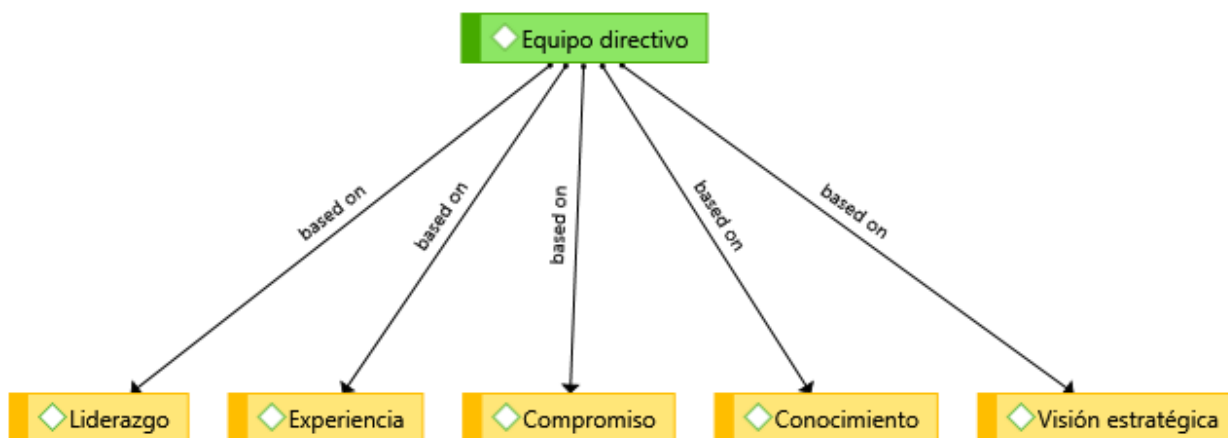


Figura 6 Tercer criterio: Equipo directivo

Otro aspecto a destacar (de nuevo) es que los inversionistas fueron enfáticos en señalar que no apoyan ideas de negocio ni empresas en etapa temprana, puesto que su interés está centrado en “instituciones que ya vienen con una trayectoria, de alguna manera ya han validado su modelo en el mercado y les funciona” (I1). Esto viene dada como un lineamiento desde la conformación misma del fondo explicado las siguientes citas: “no invertimos en startups, no es nuestro foco, no está dentro de los estatutos de los fondos que administramos” (I1); “nosotros no financiamos proyectos que arranquen de cero, arrancamos proyectos que ya estén andando, ya cuando la gente se ha metido en el negocio obviamente tiene más claridad de cómo es la cosa” (I5); “Nosotros brindamos capital de expansión para empresas ya constituidas con un trackrecord importante y con un historial importante” (I4). Así las cosas, la empresa postulante debe tener un modelo de negocios que cuente con una validación comercial que soporte claramente el objetivo de inversión:

“Nuestro objetivo es obviamente, tratar de encontrar empresas que tengan una buena solidez patrimonial para poder prestar un monto que valga la pena, para que nosotros hagamos todo el trabajo que implica” (I1)

Dicha validación requiere que el modelo de negocios cuente con reconocimiento en el mercado que muestre la existencia de una demanda del valor que genera y una trayectoria que indique el tiempo de permanencia en el mercado. Es por ello que fue recurrente encontrar frases como “mínimo deben tener tres años de funcionamiento” (I1) y “empresas constituidas desde hace un año” (I2). Incluso en algunos casos se realiza un requerimiento relacionado con el patrimonio en la empresa: “intentamos trabajar con empresas tengan patrimonio por arriba de 3 millones de dólares porque nuestros prestamos normalmente van máximo al 50% del capital de la institución” (I1). De tal manera que el cuarto criterio es la validación del modelo de negocios, cuyas relaciones se encuentra en la red semántica de la figura 7.

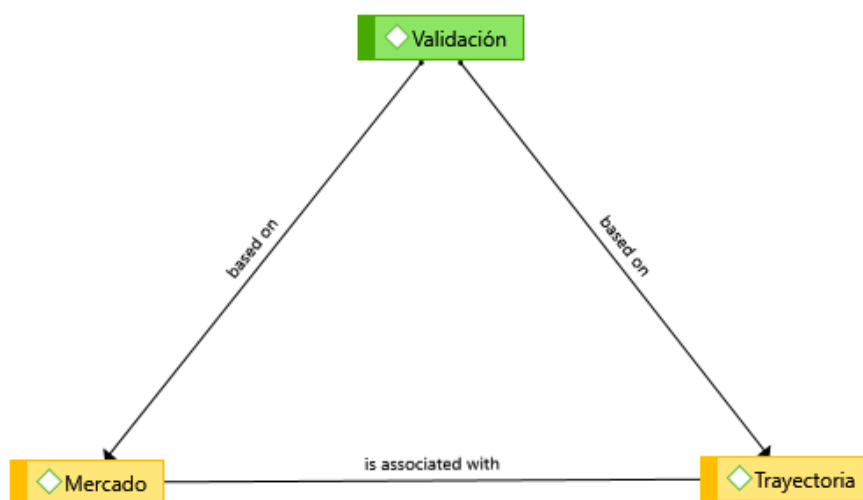


Figura 7 Cuarto criterio: Validación

Continuando la búsqueda de los criterios y recordando lo dicho anteriormente, la decisión de inversión tiene una carga de subjetividad que se convierte en un “componente muy importante pero también hay que hablar de negocios” (E4). Esto hace referencia a las cifras de rendimiento económico y el abordaje de este tema marca una característica propia de la filosofía del fondo de inversión:

“estamos demostrando y llevamos demostrando que podemos invertir y generar alta rentabilidad con modelos de negocio que tienen un alto impacto social. Entonces...digamos que ese es el principal diferenciador de Bamboo frente a, de pronto, los otros fondos que existen en el país y algunos otros del mundo, que digamos, ellos podrían hacer algunas cesiones en cuanto a rentabilidad por generar más impacto o hacer cosas más filantrópicas” (I3)

“un inversionista de impacto tiene unos requerimientos, entonces dentro de estos requerimientos está lo mínimo: estados financieros al día, tener un proyecto de inversión, tener las cifras claras” (E4)

De hecho, uno de los inversionistas comentó en una de las entrevistas, que tiene establecido un monto mínimo de ventas como requisito a las empresas postulantes con el fin de verificar su rendimiento en el mercado: “las ventas mínimas que debe tener una empresa son de 700 millones anuales” (I2). Este requerimiento de rendimiento es el que hace que se pueda generar el impacto de una manera sostenible ya que el inversionista espera un retorno que le permita ejecutar inversiones futuras (“permite apoyar estos jóvenes de una manera en que no solamente ellos puedan mejorar su educación sino que quienes los apoyan también tengan un gana-gana”

(E2)). Esto quiere decir que en una dinámica de inversión acertada, el impacto y el rendimiento van de la mano:

“(los inversionistas) han tenido un desempeño muy adecuado, o sea han tenido un desempeño de una rentabilidad en el rango de 8 o 9% anualizado, lo que también, en el caso nuestro, está correlacionado con que hemos logrado algo muy positivo, que es que la mayoría de jóvenes que hemos apoyado han terminado sus estudios, han conseguido trabajo, ingresos y han tenido unas curvas de ingreso bastante positivas. Acuérdate que en el caso nuestro, nosotros podemos tener un retorno positivo si a los estudiantes les termina yendo mejor” (E2)

Como se ha mencionado anteriormente, las empresas pueden otorgar una prioridad a uno de los dos conceptos, pero es claro que la existencia del impacto y del retorno van entrelazados en un esquema de sostenibilidad. Incluso, la importancia de este requerimiento es tal que se puede presentar incompatibilidad entre fondos de inversión alrededor del mismo, si tienen la posibilidad de coincidir en una misma empresa. La siguiente cita evidencia esto ya que una emprendedora afirma que le ha sido difícil conseguir más inversionistas porque previamente se había ajustado al enfoque de un inversionista anterior, cuyo punto de vista respecto al retorno a la inversión resultaba incompatible con otros: “es muy difícil encontrar inversionistas que se adapten a la filosofía de Yunus, es decir, un inversionista así sea filantropía necesita que en algún momento su inversión retorne, porque así de esa forma va poder invertir en otros proyectos y el modelo Yunus...los 7 principios no permite eso”(E6).

Adicionalmente, el inversionista espera que la empresa lleve juiciosamente sus indicadores financieros ya que estos son el fiel reflejo del comportamiento de las cuentas en los estados financieros:

“cuando vamos a invertir en una empresa, nosotros dentro del contacto establecemos que nos tienen que reportar todo los indicadores que son de nuestro interés. Entonces trimestralmente a nosotros las empresas junto a los reportes financieros y operativos, nos hace un reporte social que nosotros monitoreamos. ¿Cuáles son los indicadores? Varía de empresa a empresa lo que nos interesa porque cada modelo de negocio varía” (I4)

La cita anterior es interesante porque corrobora la importancia de los indicadores financieros y además muestra que en procesos de monitoreo, estos van acompañados del reporte de desempeño social ligado al impacto. La ausencia de ello afecta gravemente el rendimiento de la empresa tal como lo expresa un emprendedor: “básicamente no teníamos indicadores financieros. El negocio empezó para abajo” (E7). De tal manera que el quinto criterio es el rendimiento de la empresa, cuyas relaciones se encuentra en la red semántica de la figura 8.

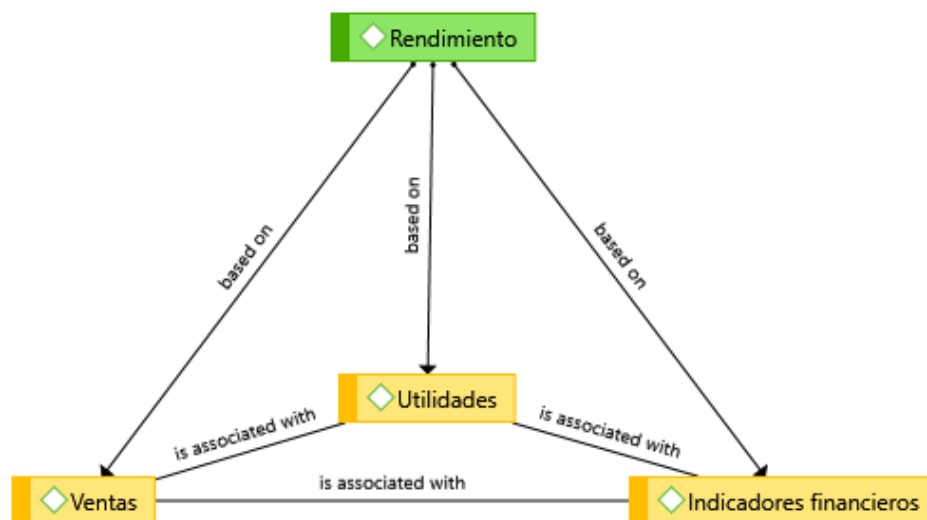


Figura 8 Quinto criterio: Rendimiento

Otro lineamiento que fue recurrente tanto en inversionistas como en empresas fue la necesidad de que el modelo de negocios sea escalable, lo cual está relacionado con el crecimiento que pueda tener en corto, mediano y largo plazo:

“ellos tratan de apoyar emprendimientos que (...) estén andando y que se puedan desarrollar significativamente” (E12)

Según los entrevistados, este es un concepto que tiene dos dimensiones ya que es posible hablar de escalabilidad a nivel de mercado y a nivel operativo. Un modelo de negocios es escalable desde la perspectiva del mercado cuando puede ampliar su alcance comercial al aumentar su base de clientes en un lapso específico del tiempo. Desde la perspectiva operativa, un modelo de negocios es escalable en la medida que pueda ampliar la capacidad de producción. Para un inversionista este aspecto es relevante ya que apoyará si la empresa postulante tiene “potencial para crecer porque eso es lo que nosotros buscamos” (I2) convirtiendo esta posibilidad de crecimiento en un elemento que ayuda a clarificar la decisión de inversión:

“ellos (la empresas) ya vienen creciendo por lo general, pero están en un punto que no pueden seguir creciendo por diferentes aspectos entonces la idea es que nosotros les ayudemos como a romper esas situaciones que se están presentando para que sigan creciendo de manera sostenible en el largo plazo” (I2)

Si el inversionista considera que el modelo de negocios de la empresa es escalable, su apoyo puede ser fundamental para que ese potencial de crecimiento se materialice, tal como se muestra en la siguiente cita en la que el gerente de una empresa de cacao valora el apoyo del inversionista para alcanzar otros mercados a través de exportaciones,

“Con IC Fundación fue bueno porque necesitábamos avanzar en algunos tipos de mercado, en algunos negocios que traíamos y ellos nos permitieron un acceso al crédito de una manera fácil (...) entonces pudimos cumplir con nuestras expectativas que era cumplir con unas exportaciones a mercados internacionales que teníamos” (E3)

En ese orden de ideas, una empresa de impacto que permita la conjunción entre estas dos dimensiones puede tener un crecimiento tal que su modelo de negocios sea sostenible y replicable en otros espacios geográficos (municipios, regiones, países o continentes):

“Creemos que la forma para hacerlo en escala y de forma que podamos desarrollar nuestro capital humano en América Latina en un mejor nivel, es combinando principalmente un mecanismo de sostenibilidad” (E2)

“Tenemos grupos asociativos en cada municipio. Luego de conformarse la seccional y luego de conformarse la federación Boyacá, ese mismo modelo se transfiere (el modelo organizativo y administrativo) al Cauca, a La Guajira, al Tolima, entonces de ahí surgen otras federaciones, o sea, otras seccionales, otras federaciones; y ya la unión de las federaciones conformamos la confederación. Por eso tiene ámbito nacional” (E1)

De tal manera que el sexto criterio es la escalabilidad del modelo de negocios, cuyas relaciones se encuentra en la red semántica de la figura 9.

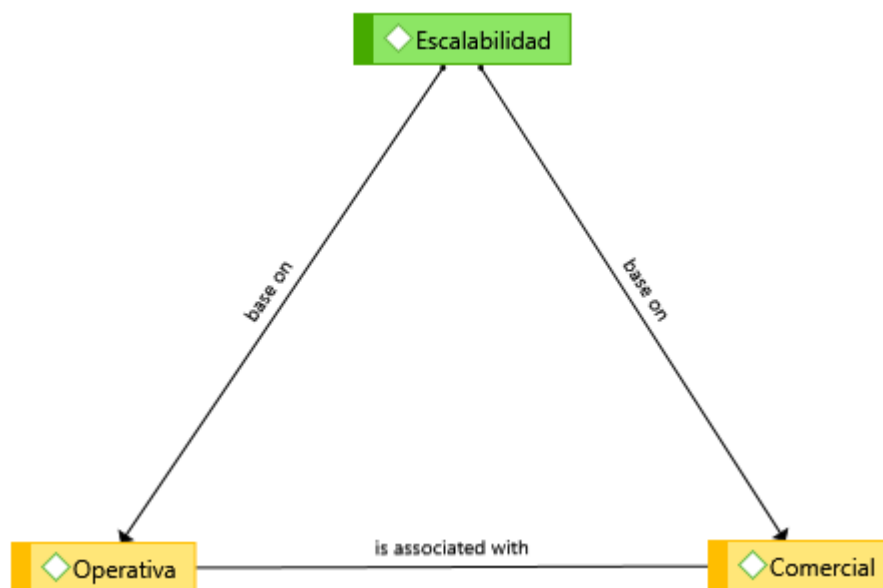


Figura 9 Sexto criterio: Escalabilidad

Un criterio que no puede faltar bajo la dinámica del mundo actual es la innovación en el modelo de negocios, lo cual es identificado por los entrevistados. Los inversionistas apostarán su dinero en empresas que “tengan elementos de innovación” (I2). Esto quiere decir que su modelo de negocios proponga algún cambio con respecto a lo tradicional que represente una novedad y permita marcar diferencia con la competencia. Por ejemplo, el presidente de la compañía dedicada a brindar acceso a educación en jóvenes en América Latina explica la característica que hace diferente su empresa:

“En esencia un préstamo es una manera de proveer recursos a una persona...a un estudiante en este caso; y el estudiante debe repagar la cantidad que se le dio más una tasa de interés. En el caso de Lumni es distinto, es una asociación con el estudiante, nosotros le damos al estudiante un dinero y el estudiante repaga un porcentaje de lo que gana por un periodo fijo de tiempo. Si le termina yendo muy bien, si se gradúa bien, si consigue trabajo, tiene mejores ingresos, va a

pagar una mayor cantidad de dinero, y si finalmente no le va tan bien y se demora en conseguir trabajo o consigue un trabajo en el cual gana menos dinero, va a repagar menos dinero e incluso, puede pasar de que pague menos del dinero que nosotros le dimos. Pero esto está bien, nosotros realmente tomamos el riesgo del estudiante sabiendo que a unos les va a ir mejor y a otros les va ir menos bien” (E2)

Para el caso expuesto en esta cita, se presenta un esquema de financiación de estudios que puede identificarse como innovador, porque plantea un esquema de funcionamiento “distinto” (E2) al sistema tradicional. En otro caso, se le preguntó a una emprendedora “¿Qué elementos fueron decisivos para que estas personas (inversionistas) se decidieran por ustedes?” y su respuesta evidencia la relación estrecha que debe existir entre el modelo de negocio y la innovación: “Primero, tener un modelo de negocios claro e innovador que realmente solucione una necesidad real” (E4). Esta persona respondió listando los aspectos clave que fueron decisivos para la inversión, y basada en su experiencia, ponderó en primer lugar la innovación. Dada la importancia de la innovación como un elemento identificador por los entrevistados, entonces se convierte en el séptimo criterio 7 cuyas relaciones se encuentra en la red semántica de la figura 10.

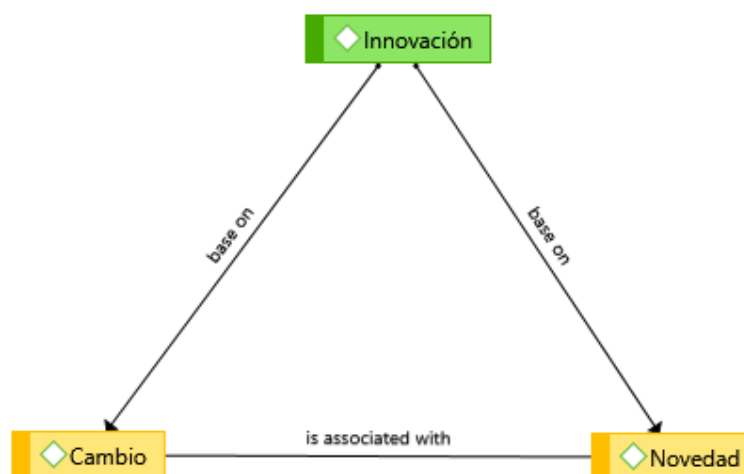


Figura 10 Séptimo criterio: Innovación

De acuerdo a los datos recolectados a partir de los casos estudiados, no se identificaron más lineamientos que fueran lo suficientemente relevantes para ampliar el número de criterios identificado. El conocimiento de estos últimos por parte del posible beneficiario ayuda a facilitar la interacción entre fondos de inversión y empresas postulantes, ya que puede propiciar un mayor entendimiento entre ambas partes y agilizar el proceso de evaluación. Ahora la pregunta obvia es ¿Cuál es el concepto que ayuda a articular los criterios encontrados? Para resolver esto, hay que reflexionar sobre el propósito final que persiguen cada uno ellos de manera simultánea. La respuesta es aportar en el mejoramiento de la interacción entre ambas partes de tal manera que redunde en inversiones que fomenten el desarrollo sostenible, siendo este concepto el que se convierte en el elemento común entre los criterios. Una cita que apoya contundentemente esta afirmación es la siguiente,

“Si quieres te lo puedo poner con un ejemplo. Imagínate que yo te dijera a ti: de tus ingresos anuales dame o haz una donación para apoyar estudiantes en América Latina...me podrías dar un cierto monto. Pero si yo te digo: utiliza una parte de tu ahorro anual y destínalo para apoyar

estudiantes en América Latina pero en esquema sostenible probablemente me podrías dar 10 o 15 o 20 veces más. Entonces creemos que la forma para hacerlo en escala y de forma que podamos desarrollar nuestro capital humano en América Latina en un mejor nivel, es combinando principalmente un mecanismo de sostenibilidad” (E2)

En este caso, el entrevistado (presidente, figura de liderazgo de empresa innovadora validada en el mercado) plantea una situación hipotética en la que se quiere generar un impacto (profundo y amplio, a través de un modelo de negocios escalable en una región en particular) que se puede concretar y mantener en el tiempo si se realiza bajo un esquema de sostenibilidad basado en su rendimiento económico acorde con los intereses del inversionista. Otro ejemplo que apoya este planteamiento surgió cuando a un emprendedor se le preguntó “¿Cuáles son los puntos clave para convencer a un inversionista?, su respuesta fue la siguiente:

“Muy sencillo... ¡esa me la sé! A un inversionista se le convence con impacto. Mira, hay una cosa que nosotros aprendimos y es que cuando nosotros empezamos a buscar recursos, dos cosas nos ayudó. Primero, que era un modelo de negocios autosustentable entonces es muy diferente decir, mire deme plata que yo le voy a ir a comprar 100 almuerzos a un albergue; diferente si le digo deme planta para comprar una estufa y una olla que yo le voy a seguir haciendo almuerzos a la gente. Eso marca la diferencia completamente. Segundo, otra cosas que nos ayudó mucho es que nosotros empezamos dedicándonos de lleno” (E7)

Esta cita muestra la necesidad de que sea un negocio alejado de la caridad (esquema de sostenibilidad) para que sea atractivo al inversionista, y su articulación con conceptos mencionados anteriormente como el impacto y el compromiso del equipo directivo.

Finalmente, la figura 11 muestra la red semántica que reúne todas las relaciones encontradas, que ayudan a definir los criterios abordados por las inversionistas de impacto al momento de seleccionar empresas que tengan la sostenibilidad dentro de su estrategia corporativa. De esta manera se aborda la problemática identificada en esta investigación, la cual es palpable por los entrevistados: “Creo que hay muchos movimientos interesantes, gente con ideas muy buenas y hay muchos fondos de inversión de impacto pero no siempre se encuentran” (E8); y se apoya en la revisión de la literatura donde se dice que actualmente no hay criterios únicos al momento de invertir.

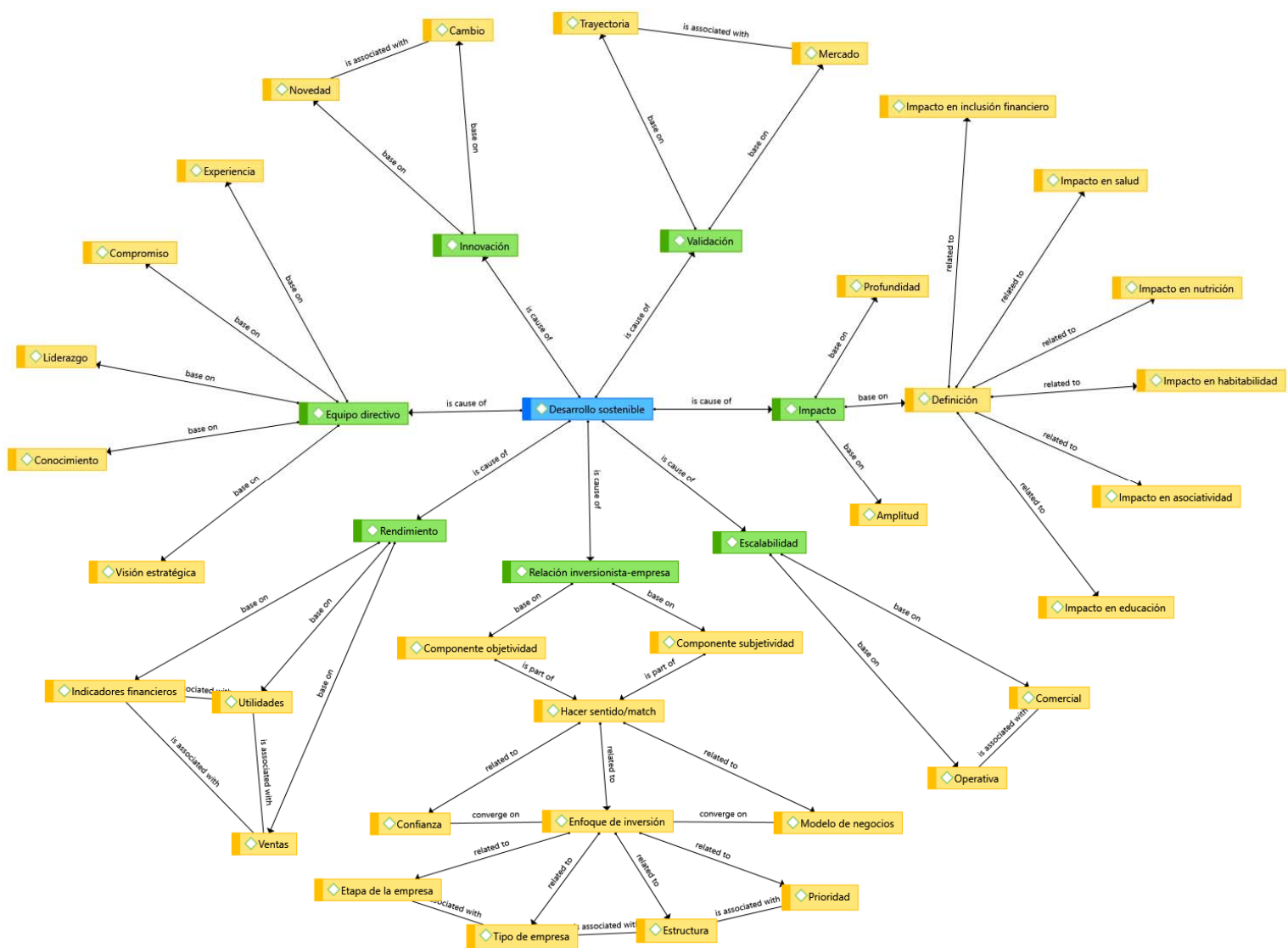


Figura 11 Red semántica para los criterios para la financiación

Con el planteamiento teórico obtenido junto con la revisión de literatura realizada entorno a conceptos como sostenibilidad, emprendimiento, empresas sostenibles e inversiones de impacto, se consolida la siguiente proposición:

Proposición: los inversionistas de impacto buscan empresas que favorezcan el desarrollo sostenible y en su decisión de inversión evalúan el alineamiento con la empresa postulante, el impacto, el rendimiento, la validación en el mercado, el equipo directivo, la escalabilidad y la innovación.

6.3 Marco de trabajo para la financiación

El marco de trabajo está compuesto por los criterios encontrados en la sección anterior, para los cuales se relaciona un conjunto de conceptos que los articulan y dan forma. Posteriormente, cada concepto se aborda con preguntas, fundamentadas en la experiencia de los participantes, acompañadas de la explicación correspondiente para que exista claridad de lo que se pretende indagar con ellas. Es de notar que los criterios tocan temas que revisten gran profundidad (por ejemplo, liderazgo, mercado, estrategia e innovación) de los cuales existe un cuerpo de conocimiento robusto y han sido punto de debate en un sinnúmero de contextos académicos y prácticos. El propósito no es profundizar en el detalle de cada uno de ellos, más bien, se busca que los criterios contengan los lineamientos básicos y que resulten comunes para la diversidad de fondos de inversión y las posibles empresas postulantes. Se aclara también, que cada inversionista tiene definido su proceso de evaluación que difícilmente será cambiado, pero el marco de trabajo planteado en esta investigación le será de utilidad ya que representa un

consolidado de lineamientos comunes hallados desde la experiencia de múltiples casos desarrollados en Colombia y puede servir de punto de referencia en un proceso comparativo. Para las empresas postulantes, les resultará de máximo provecho porque a partir de lo planteado, conocerán los aspectos clave que deben tener presente para que el proceso de evaluación pueda llegar a buen puerto. Finalmente, durante el análisis del discurso de los entrevistados se valoró la importancia de la empatía y la confianza, los cuales son un par de aspectos que se evalúan transversalmente durante el proceso ya que solo se perciben a medida que la interacción entre las personas avanza, a través de la veracidad de la información entregada y el entendimiento entre las partes.

En total, el marco de trabajo está compuesto por 7 criterios, 22 conceptos y 46 preguntas con su respectiva explicación (ver Tabla 7).

Tabla 7*Marco de trabajo para la financiación a través de la inversión de impacto*

Criterio	Concepto	Preguntas	Explicación
Relación inversionista-empresa	Modelo de negocios	¿De qué tipo es la empresa?	Definir la naturaleza de la empresa: financiera, fundación, cooperativa, banco, empresa social, asociación de economía solidaria etc.
		¿Cómo es su modelo de negocios?	Describir el funcionamiento del modelo de negocio el cual indica la forma en la que la organización genera valor. En esta explicación es posible utilizar los items que componen el modelo canvas: segmento de clientes, valor generado, relación con clientes, canales, socios clave, recursos, clave, actividades clave, costos e ingresos
	Etapa de la empresa	¿Cuál es la etapa en la que se encuentra el negocio?	Indicar si la empresa está en fase de conceptualización, puesta en marcha, crecimiento o fortalecimiento. Para este punto se espera que no sean empresas en fases iniciales
		¿Cuál es el tamaño de la empresa?	Especificar si la empresa es micro, pequeña, mediana o gran empresa
	Tipo de impacto	¿Cuál es el tipo de impacto que genera?	Indicar el impacto que genera el modelo de negocios en la comunidad. Por ejemplo: salud, educación, nutrición, asociatividad, inclusión financiera, ambiental, empleabilidad, etc.
	Prioridad	¿Cuál es prioridad de la empresa?	Especificar si el modelo de negocios de la empresa le otorga prioridad al impacto o a

Criterio	Concepto	Preguntas	Explicación
Impacto			la generación de utilidades
	Estructura organizacional	¿Cómo está estructurada la empresa internamente?	Describir la forma en la que está distribuida jerárquicamente la empresa (vertical, horizontal, mixta, redes, matricial, etc). Acompañar esta explicación con el organigrama
	Definición	¿Cuál es el beneficio que genera a la sociedad?	Definir el beneficio que genera la empresa a la comunidad.
	Amplitud	¿La empresa tiene un área dedicada a la gestión del desempeño social?	Especificar el área que se dedicada a la generación de impacto y explicar la manera en que se gestiona
		¿A cuántas personas impacta?	Indicar cuantas personas son beneficiadas por el impacto que genera la actividad empresarial
Profundidad	¿Cuál región es beneficiada por el impacto generado?	Señalar el alcance geográfico del impacto	
	¿Cómo mejorar su calidad de vida?	Describir claramente hasta qué punto el impacto que ofrece la empresa cambia la vida de las personas beneficiadas	
Equipo directivo	Liderazgo	¿Quién dirige la empresa?	Describir la forma en que está compuesto el equipo directivo de la empresa mencionando sus miembros y las funciones que desempeñan
		¿En qué tipo de situaciones se puede evidenciar su capacidad de liderazgo?	Mencionar ejemplos de situaciones complejas que fueron resueltas exitosamente gracias al liderazgo del equipo directivo
	Experiencia	¿En cuáles sectores industriales ha	Indicar en cuáles sectores se ha

Criterio	Concepto	Preguntas	Explicación
Compromiso		trabajado?	desempeñado anteriormente los miembros del equipo directivo para conocer su área de experticia
		¿Cuáles han sido sus experiencias laborales anteriores?	Describir cada una de los cargos desempeñados y las funciones realizadas
		¿Cuánto años de experiencia tiene?	Especificar cuántos años lleva trabajando en el área de desarrollo del negocio
		¿Qué tipo de iniciativas sociales ha liderado anteriormente?	Indicar en qué otras proyectos que benefician a la comunidad ha participado
		¿Por qué es importante generar el impacto planteado?	Justificar la pertinencia de generar el impacto en la comunidad. Especificar la necesidad que cubre.
		¿Qué consecuencia traería a la comunidad si ese impacto no se realiza?	Describir el efecto que conlleva no ofrecer ese beneficio a la comunidad
		¿Cuál es su motivación para llevar a cabo el impacto?	Explicar la razón por la cual desea el equipo directivo participar en la generación del impacto
Conocimiento		¿En qué tipo de situaciones se puede evidenciar su compromiso con el impacto?	Mencionar ejemplos de situaciones donde se demuestre el compromiso del equipo directivo por beneficiar a la comunidad
		¿Domina un segundo idioma?	Mencionar el nivel de dominio de una segunda lengua según el MCER
		¿Qué es estrategia de mercado?	Demostrar el dominio del concepto indagado y explicar la importancia en su modelo de negocio
		¿Cuáles son las herramientas gerenciales utilizadas en la empresa?	Explicar los mecanismos utilizados para alcanzar la estrategia empresarial. Tener en cuenta herramientas como Benchmarking,

Criterio	Concepto	Preguntas	Explicación
			Reingeniería, Trabajo en equipo, Empowerment, Calidad total, Mejoramiento continuo, Joint Ventures, Balance Scorecard, entre otras
		¿Cómo se gestionan los proyectos en la empresa?	Explicar el planteamiento, organización, ejecución y control de los recursos para alcanzar los objetivos de los proyectos que se desarrollan en la empresa
		¿Cómo proyecta su empresa en el corto, mediano y largo plazo?	Indicar los objetivos a cumplir por parte de la empresa a 1, 3 y 5 años
	Visión estratégica		
Validación	Mercado	¿Cuáles es el segmento de clientes?	Especificar las características de las personas naturales o jurídicas que demandan su producto.
		¿Cuál es su estrategia de mercadeo?	Explicar las acciones que se realizan en la empresa para ganar mayor participación en el mercado
		¿Cuál es la necesidad que la empresa satisface en el mercado?	Indicar la necesidad que satisfacen los productos de la empresa que lleva a los clientes a adquirirlos
	Trayectoria	¿Cuáles es la historia de la empresa?	Describir la historia de la empresa teniendo en cuenta aspectos como ¿Cuándo fue creada? ¿Quiénes fueron los fundadores? ¿Cuál fue la motivación? ¿Cómo ha sido su crecimiento?
¿Cuántos años lleva en el mercado?		Indicar el número de años que lleva el mercado	
Rendimiento	Ventas	¿Cuál es la cifra de ventas del año anterior?	Indicar la cifra total de ventas del último año
	Utilidades	¿Cuál es el margen de utilidad del	Indicar el margen de utilidad del negocio

Criterio	Concepto	Preguntas	Explicación
		negocio?	
		¿La empresa es con o sin ánimo de lucro?	Explicar la manera en la que se distribuyen la utilidades
		¿Tiene el apoyo de otros inversionistas?	Especificar si cuenta con el apoyo de otros inversionistas previamente. Si la respuesta es positiva, se debe explicar el enfoque de inversión acordado
	Indicadores financieros	¿Cuál es el rendimiento financiero de su empresa?	Mostrar las cifras del comportamiento financiero teniendo en cuenta los indicadores de liquidez, eficiencia, desempeño, productividad, endeudamiento y diagnóstico financiero
Escalabilidad	Operativa	¿Cuánto es su producción mensual?	Indicar la cantidad de producto elaborado mensualmente
		¿Qué se necesita para que la empresa pueda aumentar la producción?	Explicar los requerimientos necesarios para la empresa tenga mayor producción
		¿Este modelo de negocios se puede replicar en otras regiones del país o del mundo?	Explicar si es posible que otras personas puedan llevar a cabo el modelo de negocios en otros espacios geográficos
	Comercial	¿Qué se necesita para poder vender su producto a otros segmentos de clientes?	Explicar los requerimientos necesarios para aumentar el segmento de clientes al cual va dirigido el producto
		¿Los productos que ofrece la empresa pueden ser vendidos en otras regiones?	Indicar la manera en que el producto puede ganar clientes en otras regiones. Tener en cuenta que puede ser a nivel nacional a través de mercado interno o internacional a través de exportaciones
Innovación	Cambio	¿Cuál es la característica que hace innovador su modelo de negocios?	Indicar si la innovación está en oferta, plataforma, soluciones, clientes,

Criterio	Concepto	Preguntas	Explicación
			experiencia, obtención de valor, procesos, organización, cadena de suministro, presencia, conexiones o marca
		¿Por qué la innovación propuesta representa un cambio respecto a lo tradicional?	Indicar la razón por la cual la innovación representa una transformación o una remoción de lo existente en el mercado
		¿Por qué el cambio que ofrece la empresa podrá ser valorado por los clientes?	Exponer la razón por la cual ese cambio genera el valor suficiente al cliente para motivar comprar el producto
	Novedad	¿El cambio propuesto representa una novedad en el mercado?	Explicar si el cambio ofrece nuevas características reconocibles en el mercado que se convierten en una ventaja competitiva

6. Conclusiones

El presente trabajo se preguntó por los criterios a cumplir por parte los emprendedores para la asignación efectiva de las inversiones de impacto. De tal manera que en este punto, un lector cuantitativo y meticuroso podría preguntar, a la luz de los resultados, el peso de cada uno de los criterios establecidos, lo que conlleva a aclarar que cada caso es diferente y un fondo de inversión puede hacer mayor énfasis de un determinado criterio que en otro, por ejemplo, carecería de sentido asignar un peso y comparar la relevancia entre el criterio de impacto y rendimiento si desde la revisión de literatura misma se menciona que existen el impact first investing y el finance first investing.

El marco de trabajo propuesto está fundamentado en la experiencia de los sujetos entrevistados y encuentra puntos en común con afirmaciones que ayudaron a estructurar este trabajo: “el mayor desafío a la hora de invertir es encontrar empresarios con una adecuada mezcla de visión social y capacidad gerencial para escalar un modelo de negocio innovador” (Portafolio, 2012), esto apunta a los criterios de relación inversionista-empresa, impacto, equipo gerencial, escalabilidad e innovación; los cuales son cinco de los siete criterios hallados en este trabajo.

La consolidación de los criterios planteados tiene como eje central el concepto de desarrollo sostenible, lo cual concuerda con lo planteado por Cohen, Smith, & Mitchell (2008) quienes proponen un conjunto de elementos necesarios para la creación de valor en el largo plazo con miras al desarrollo sostenible, de los cuales sobresalen como elementos comunes con el marco de trabajo el desempeño financiero, propósito, perpetuidad y eficacia social.

Los elementos básicos que favorecen la sostenibilidad a largo plazo de una iniciativa empresarial son la rendimiento financiero y el impacto. La profundidad y la amplitud pueden crecer en la medida que el modelo de negocios se lleve a cabo a través de un esquema sostenible tal como fue identificado por Ruiz de Munain & Cavanna (2012) en la literatura y por los entrevistados en el trabajo campo.

Con respecto a la innovación, resulta inevitable su presencia en definiciones de emprendimiento, desde las clásicas como Schumpeter (1950) y recientes como Mokaya, Namusonge, & Sikalieh (2012). Esto fortalece el marco de trabajo ya que surgen como uno de los criterios que lo componen y le ofrece una conexión clara con el desarrollo sostenible, cuyo vínculo conceptual y práctico con el mundo corporativo se ve apoyado por la estrategia empresarial honrando su componente de largo plazo (Van Marrewijk, 2003), lo cual debe estar cimentado como una de las características del equipo directivo que resultan interesantes para el inversionista.

Para los casos donde prima el componente social, los inversionistas son enfáticos en que no son filantropía afirmando repetidamente “nosotros no regalamos plata” (I5). Algunos sacrifican margen de utilidad por impacto y otros afirman ir por la máxima rentabilidad que ofrezca el mercado. Esto indica que existe una clara distinción entre los inversionistas respecto la prioridad que le otorgan al impacto respecto a la generación de utilidades, tal como lo afirmaron Ruiz de Munain & Cavanna (2012), lo cual se constituye en un aspecto que sirve para establecer el perfil de la empresa postulante y su posible relación inversionista-empresa, permitiendo así profundizar el vínculo entre ambos. La necesidad de este entendimiento entre ambas partes queda en evidencia en el primer criterio, el cual es la puerta hacia las demás etapas del proceso de evaluación apuntando directamente a lo establecido por LAVCA (2016), al afirmar que no es

fácil encontrar modelos de negocio listos para recibir este tipo de apoyos puesto que no se encuentran alineados con los objetivos del inversionista de impacto.

La decisión de inversión tiene un componente duro (objetivo) relacionado con requisitos establecidos relacionados con la gestión y el desempeño de la empresa, y también tiene un componente blando (subjetivo) que va ligado a la empatía y la confianza que despierte el emprendedor o el equipo directivo, entendido esto como aquello que se obtiene a partir de la transparencia en cada uno de sus actos del emprendedor o las directrices con la que la empresa es guiada desde la gerencia. Esto concuerda con lo mencionado por Littlefield (2011) quien plantea que los valores individuales y la disciplina comercial están presentes en la inversión. Adicionalmente, se valida lo dicho por Schmitz & Glanzel (2013) quienes explican que los líderes de las organizaciones con un componente social quieren compartir su misma escala de valores con los inversionistas. Esto quiere decir que, al tener componentes intangibles y complejos como los mencionados, la decisión final tiene alto grado de subjetividad.

Esta subjetividad en la decisión de inversión demuestra que la técnica cualitativa empleada es adecuada para dar respuesta a la pregunta de investigación planteada en este trabajo. Además, los encuentros entre los inversionistas y los emprendedores se dan con base a relaciones personales a través de organismos gubernamentales, eventos, convocatorias o referidos, lo que muestra que existe un importante componente social relacionado.

Las empresas asociativas y sostenibles en el sector rural se encuentran dentro de las iniciativas empresariales que pueden recibir este tipo de inversiones ya que buscan explotar actividades productivas grupales de población vulnerable donde se sumen esfuerzos para alcanzar metas comunes relacionadas principalmente con el desarrollo competitivo de la

organización, aspecto clave para el crecimiento del sector rural en Latinoamérica donde son conocidos los altos indicadores de pobreza y desigualdad.

Se espera que lo consignado en el presente trabajo sirva como punto inicial para futuros proyectos investigativos que exploren a profundidad los componentes conceptuales señalados como criterios. Además, las implicaciones prácticas del presente trabajo se traducen en valiosos aportes para los empresarios actuales con modelos de negocio sostenibles que pueden verse interesados por la figura de financiación expuesta ya que cuentan con los criterios que siguen los inversionistas de impacto, de tal manera que podrán hacer una evaluación previa a un primer acercamiento. Las futuras investigaciones pueden proponerse responder la misma pregunta de investigación en contextos de países latinoamericanos y comparar con los hallazgos aquí expuestos ya que esta región tiene el potencial de atraer aún más de inversión de impacto en aras de generar un ciclo virtuoso de desarrollo para sus sociedades.

La limitación del presente trabajo está centrada en su carácter inductivo dada su metodología que no permite generalización. No obstante, esta limitación fue contemplada en la agenda investigativa desde primer momento, en donde aspectos como la naturaleza del estudio, la diversidad de los casos y métodos junto la rigurosidad en aplicación de la metodología otorgan tranquilidad sobre la consistencia del marco de trabajo propuesto y las conclusiones obtenidas.

Referencias Bibliográficas

- Academia B. (s.f.). *Quiénes somos*. Obtenido de Conocimiento y capacidades para una Nueva Economía en América Latina: <http://academiab.org/quienes-somos/>
- Ács, Z., Szerb, L., & Autio, E. (2016). *Global Entrepreneurship and Development Institute*. Obtenido de Global Entrepreneurship Index: <http://thegedi.org/product/2016-global-entrepreneurship-index/>
- Acumen. (s.f.). *América Latina*. Obtenido de <http://acumen.org/america-latina/>
- Addis, R., McLeod, J., & Raine, A. (Marzo de 2013). *Australian Government*. Obtenido de IMPACT–Australia Investment for social and economic benefit: https://docs.employment.gov.au/system/files/doc/other/impact-australia_nov_2013_2.pdf
- Alonso-Almeida, M., Marimon, F., & Llach, J. (2015). Difusión de las memorias de sostenibilidad en Latinoamérica: análisis territorial y sectorial. *Estudios Gerenciales*, 31(135), 139-149.
- ANALDEX. (s.f.). *Asociación Nacional de Exportadores*. Obtenido de Quiénes somos: <http://www.analdex.org/quienes-somos/>
- ANDI. (2016). *Asociación Nacional de Empresarios de Colombia*. Obtenido de Quiénes somos: <http://www.andi.com.co/QuiSom/Paginas/Default.aspx>
- Austin, J. (2006). *Three Avenues for Social Entrepreneurship Research*. (J. Mair, J. Robinson, & K. Hockerts, Edits.) Palgrave Macmillan.
- B Corporation. (s.f.). Obtenido de What are B Corps?: <https://www.bcorporation.net/what-are-b-corps>
- Bagwell, S. (15 de Agosto de 2012). Obtenido de Social Investment: <http://www.thinknpc.org/publications/social-investment/>
- Banco WWB. (30 de 03 de 2017). *Banco WWB*. Obtenido de Informe de Sostenibilidad 2016: <https://www.bancowwb.com/wp-content/uploads/2017/03/Informe-Sostenibilidad-2016.pdf>
- Barclay, L., & Symons, T. (Enero de 2013). *Social Finance*. Obtenido de A technical guide to developing Social Impact Bonds: <http://www.socialfinance.org.uk/wp-content/uploads/2014/05/Technical-Guide-to-Developing-Social-Impact-Bonds1.pdf>

- Best, H., & Harji, K. (28 de Febrero de 2013). *Purpose Capital*. Obtenido de Guidebook for Impact Investors: Impact Measurement: <https://thegiin.org/knowledge/publication/guidebook-for-impact-investors-impact-measurement>
- Betancourth, D., Forero, E., & Ramírez, J. (2016). *Universidad del Rosario*. Obtenido de Ecología del Emprendimiento Social en la ciudad de Bogotá: <http://repository.urosario.edu.co/bitstream/handle/10336/13108/1032457767-2017.pdf?sequence=1>
- Bocken, N. (2015). Sustainable venture capital—catalyst for sustainable start-up success? *Journal of Cleaner Production*, 108, 647-658.
- Bocken, N., & Allwood, J. (Noviembre de 2012). Strategies to reduce the carbon footprint of consumer goods by influencing stakeholders. *Journal of Cleaner Production*, 35, 118-129.
- Boerner, H. (2012). The corporate ESG beauty contest continues: Recent developments in research and analysis. *Corporate Finance Review*, 17(3), 32–36.
- Bozesan, M. (2013). Demystifying the future of investing: Part 1: An Investor's Perspective. *Journal of Integral Theory and Practice*, 8(1/2), 19-40.
- Brandenburg, M. (3 de Octubre de 2012). *Impact Investing's Three Measurement Tools*. Obtenido de Stanford Social Innovation Review: <http://www.ssireview.org/blog/entry/>
- Brest, P., & Born, K. (2013). When can impact investing create real impact. *Stanford Social Innovation Review*, 11(4), 22-31.
- Brown, A., & Swersky, A. (Septiembre de 2012). *The Boston Consulting group*. Obtenido de The First Billion A forecast of social investment demand: <https://www.bcg.com/documents/file115598.pdf>
- Brown, J. (2006). Equity finance for social enterprises. *Social Enterprise Journal*, 2(1), 73–81.
- Brundtland, C. (1987). *Our common future: Report of the World Commission on Environment and Development*. Washington: UN Documents.
- Buckland, H., & Murillo, D. (Septiembre de 2014). *ESADE*. Obtenido de La Innovación Social en América Latina: Marco conceptual y agentes: http://proxymy.esade.edu/gd/facultybio/publicos/1431613105032_ESADE-FOMIN-La-innovacion-social-en-America-Latina-Marco-conceptual-y-agentes-1.pdf
- Bugg-Levine, A., & Emerson, J. (2011). Impact investing: Transforming how we make money while making a difference. *Innovations*, 6(3), 9-18.
- Bugg-Levine, A., & Goldstein, J. (2009). Impact investing: Harnessing capital markets to solve problems at scale. *Community Development Investment Review*(2), 30-41.

- BVC. (s.f.). Obtenido de Fondo de Capital Privado Inversor:
<https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/AcercaBVC/Sostenibilidad/Inversor?action=dummy>
- Callejas Campo, C. (2017). Factores de éxito de la Asociación de Tecnólogos y Productores de Bilbao, una empresa asociativa en el posconflicto. *Equidad y Desarrollo*, N.º 27, 169-194.
- Carree, M., & Thurik, A. (2003). The Impact of Entrepreneurship on Economic Growth. En M. Carree, & A. Thurik, *International Handbook Series on Entrepreneurship* (págs. 437-471). Great Britain: Kluwer Academic Publishers.
- Cassar, G. (2004). The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*, 19, 261–283.
- CCCS. (Enero de 2011). *Consejo Colombiano de CONstrucción Sostenible*. Obtenido de Complejo hotelero y turístico: https://www.cccs.org.co/wp/wp-content/uploads/filebase/estudios_de_caso/hoteles/Complejo-hotelero-y-turi%25CC%2581stico-Waya-en-La-Guajira.pdf
- CGAP. (s.f.). *Portal de Microfinanzas*. Obtenido de Aprenda más sobre microfinanzas: <https://www.microfinancegateway.org/es/what-is-microfinance>
- Clarkin, J., & Cangioni, C. (2016). Impact Investing: A Primer and Review of the Literature. *Entrepreneurship Research Journal*, 6(2), 135-173.
- Coffey, A., & Atkinson, P. (2003). *Encontrar el sentido a los datos cualitativos*. Medellín: Universidad de Antioquia.
- Cohen, B., Smith, B., & Mitchell, R. (2008). Toward a sustainable conceptualization of dependent variables in entrepreneurship research. *Business Strategy and the Environment*, 17(2), 107-119.
- Combs, K. (2014). More than Just a Trend: The Importance of Impact Investing. *Corporate Finance Review*, 18(6), 12–18.
- Confederación Agrosolidaria Colombia. (s.f.). *Ideario*. Obtenido de Qué es AgroSolidaria?: <http://www.agrosolidaria.org/index.php/ideario>
- Connell, J., & Lowe, A. (1997). Generating grounded theory from qualitative data: The application of inductive methods in tourism and hospitality management research. *Progress in Tourism and Hospitality Research*, 3(2), 165-173.
- Contreras, O., Pedraza, A., & Herrera, C. (2015). La inclusión social de la fuerza laboral en Colombia. ¿En contravía de lo sostenible? *Apuntes del CENES*, 34(60), 15-27.
- Cortés, F. (12 de Febrero de 2016). *INALDE Business School*. Obtenido de SUSTENTABILIDAD VS. SOSTENIBILIDAD, ¿EXISTEN DIFERENCIAS?:

- <http://www.inalde.edu.co/knowledge/blog-rse-20/detalle-articulo-del-blog/ic/sustentabilidad-vs-sostenibilidad-existen-diferencias/icac/show/Content/>
- Credit suisse. (Enero de 2012). *ISSUELAB*. Obtenido de http://www.issuelab.org/resource/investing_for_impact_how_social_entrepreneurship_is_redefining_the_meaning_of_return
- Creswell, J. (2005). *Educational Research: Planning, Conducting, and Evaluating Quantitative and Qualitative Research*. Upper Saddle River: Pearson Education.
- Crezcamos. (30 de 03 de 2017). *Crezcamos S.A.* Obtenido de Informe de Sostenibilidad 2016: <http://www.crezcamos.com/media/58d00163dfcd7d2dad1ef7cd91ea91d7.pdf>
- Cuñat, G. (2007). Aplicación de la teoría fundamentada (grounded theory) al estudio del proceso de creación de empresas. *Decisiones basadas en el conocimiento y en el papel social de la empresa: XX Congreso anual de AEDEM*, 44. Palma de Mallorca.
- Dacin, M., Dacin, P., & Tracey, T. (2011). Social entrepreneurship: A critique and future directions. *Organization science*, 22(5), 1203-1213.
- Dean, T., & McMullen, J. (2007). Toward a theory of sustainable entrepreneurship: Reducing environmental degradation through entrepreneurial action. *Journal of business venturing*, 22(1), 50-76.
- Denzin, N., & Lincoln, S. (2005). *Introduction: the discipline and practice of qualitative research*. Thousand Oaks: Sage.
- Dohrmann, S., Raith, M., & Siebold, N. (2015). Monetizing Social Value Creation-A Business Model Approach. *Entrepreneurship Research Journal*, 5(2), 127-154.
- Douglas, D. (2004). Entrepreneurship research and Grounded Theory. Some methodological reflections. *3rd European conference on research methods in business and management*, (págs. 29-30). Reading.
- Dreher, M. (2003). Los métodos de investigación cualitativa desde el punto de vista del revisor. En J. Morse, *Asuntos críticos en los métodos de investigación cualitativa* (págs. 327-345). Medellín: Contus.
- Duffy, M. (2013). *Cloresocialleadership*. Obtenido de Shining Armour or Sheep's Clothing? Views on social investment in the UK: <http://www.cloresocialleadership.org.uk/userfiles/documents/Research%20reports/2011/Research,%20Mary%20Duffy,%20FINAL.pdf>
- Dyllick, T., & Hockerts, K. (2002). Beyond the business case for corporate sustainability. *Business strategy and the environment*, 11(2), 130-141.
- Edery, Y. (2006). Ethical developments in finance: Implications for charities and social enterprise. *Social enterprise journal*, 2(1), 82-100.

- Elkington, J. (1994). Towards the sustainable corporation: Win-win-win business strategies for sustainable development. *California management review*, 36(2), 90-100.
- El-Zoghbi, M., & Gonzalez, H. (Junio de 2013). *Consultative Group to Assist the Poor*. Obtenido de Where Do Impact Investing and Microfinance Meet?: <https://www.cgap.org/sites/default/files/Brief-Where-Do-Impact-Investing-and-Microfinance-Meet-June-2013.pdf>
- Emerson, J., Freundlich, T., Fruchterman, J., Berlin, L., & Stevenson, K. (2008). *Skoll Centre for Social Entrepreneurship*. Obtenido de Nothing ventured, nothing gained: Addressing the critical gaps in risk-taking capital for social enterprise: <http://www.blendedvalue.org/wp-content/uploads/2015/10/NothingVenturedFINAL.pdf>
- Epstein, M., Buhovac, A., & Yuthas, K. (2015). Managing social, environmental and financial performance simultaneously. *Long Range Planning*, 48(1), 35-45.
- EVPA. (2017). *European Venture Philanthropy Association*. Obtenido de Code of conduct: http://evpa.eu.com/uploads/documents/Code-of-conduct_BS_27.02.2016.pdf
- Flick, U. (2015). *El diseño de la Investigación Cualitativa*. Madrid: Morata.
- FLII. (2014). *Foro Latinamericano de Inversión de Impacto Colombia*. Obtenido de <http://www.inversiondeimpacto.org/>
- Flynn, J., Young, J., & Barnett, C. (2015). *Impact Investments: A Literature Review*. Obtenido de Centre for Development Impact: <http://opendocs.ids.ac.uk/opendocs/handle/123456789/6820>
- Fondo Emprender. (s.f.). Obtenido de Qué es Fondo Emprender: <http://www.fondoemprender.com/SitePages/QueEsFondoEmprender.aspx>
- Fondo Emprender. (s.f.). *Emprendimiento Social*. Obtenido de INNOVACIÓN Y EMPRENDIMIENTO SOCIAL: ALTERNATIVA DE ALTO IMPACTO PARA LA CONSTRUCCIÓN DE UN NUEVO MODELO DE DESARROLLO PARA EL PAÍS: <http://www.fondoemprender.com/SitePages/emprendimientosocial.aspx>
- Fontrodona, J., Levy, D., Sanz, P., & Casas, M. (2015). *DiverInvest*. Obtenido de La apuesta del impact investing: <http://diverinvest.es/wp-content/uploads/2015/09/ST-380.compressed.pdf>
- Formichella, M. M. (2004). El concepto de emprendimiento y su relación con la educación, el empleo y el desarrollo local. *VII Congreso Nacional e internacional de Administración, y XI CONAMerco*. Buenos Aires.
- Freireich, J., & Fulton, K. (Enero de 2009). Monitor Institute. Obtenido de investing for Social & Environmental Impact: A design for Catalyzing an Emerging Industry :

http://monitorinstitute.com/downloads/what-we-think/impact-investing/Impact_Investing.pdf

- Fresota. (25 de Agosto de 2016). *XV Congreso Nacional Cooperativo Cooperativa por Colombia*. Obtenido de <http://confecoop.coop/wp-content/uploads/2016/08/Fresota.pdf>
- Friedman, M. (13 de Septiembre de 1970). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *he New York Times Magazine*.
- GIIN. (2015). *Global Impact Investing Network*. Obtenido de Introducing the Impact Investing Benchmark : https://thegiin.org/assets/documents/pub/Introducing_the_Impact_Investing_Benchmark.pdf
- Glänzel, G., & Scheuerle, T. (2015). Social Impact Investing in Germany: Current Impediments from Investors' and Social Entrepreneurs' Perspectives. *VOLUNTAS: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations*, 4(27), 1638-1668.
- Glaser, B. (1992). *Basics o grounded theory analysis: emergence versus forcing*. Mill Valley: Sociology Press.
- Goldkuhl, G. (2004). Conceptual Determination when Developing a Multi-Grounded Theory – Example: Defining ISD Method. *the 3rd European Conference on Research Methods in Business and Management (ECRM 2004)*. Reading.
- Gómez, S., & Torres, J. (2015). *Academia B*. Obtenido de PANORAMA DE NEGOCIOS SOSTENIBLES E INVERSION DE IMPACTO EN COLOMBIA: <http://academiab.org/wp-content/uploads/2015/01/BART-UNIANDAS-NEGOCIOS-SOSTENIBLES-29-05.pdf>
- Guzmán, A., & Trujillo, M. (2008). Emprendimiento social–Revisión de literatura. *Estudios Gerenciales*, 24(109), 105-125.
- Hangl, C. (2014). A literature review about the landscape of social finance. *Journal of Finance and Risk Perspectives*, 3(4), 64-98.
- Harji, K., & Hebb, T. (15 de Mayo de 2010). *Carleton University*. Obtenido de Impact Investing for Social Finance: <https://carleton.ca/3ci/wp-content/uploads/Impact-Investing-for-Social-Finance-v1.pdf>
- Harji, K., & Jackson, E. (2012). *The Rockefeller Foundation*. Obtenido de Accelerating Impact: Achievements, Challenges and What's Next in Building the Impact Investing Industry: <https://www.rockefellerfoundation.org/report/accelerating-impact-achievements/>
- Hebb, T. (2013). Impact investing and responsible investing: what does it mean? *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3(2), 71-74.

- Hehenberger, L., Harling, A., & Scholten, P. (Abril de 2013). *EVPA*. Obtenido de <http://evpa.eu.com/knowledge-centre/publications/measuring-and-managing-impact-a-practical-guide>
- Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P. (2014). *Metodología de la investigación*. México: McGraw-Hill.
- Höchstädter, A., & Scheck, B. (2015). What's in a Name: An Analysis of Impact. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 449-475.
- Hockerts, K. (1999). The sustainability radar. *Greener Management International*, 25, 29.
- Hockerts, K., & Wüstenhagen, R. (2010). Greening Goliaths versus emerging Davids—Theorizing about the role of incumbents and new entrants in sustainable entrepreneurship. *Journal of Business Venturing*, 25(5), 481-492.
- Hotel Waya. (2016). *Waya sostenible*. Obtenido de <http://www.hotelwayaguajira.com/>
- Hubbard, G. (2009). Measuring organizational performance: beyond the triple bottom line. *Business Strategy and the Environment*, 18(3), 177-191.
- IC Fundación. (s.f.). *Empresas que apoyamos*. Obtenido de <http://www.icfundacion.org/es/nuestra-labor/a-quien-apoyamos>
- Incofin. (s.f.). *Acerca de Incofin IM*. Obtenido de Inversiones en países en desarrollo: <https://www.incofin.com/es/content/acerca-de-incofin-im>
- Isaksson, R., & Steimle, U. (2009). What does GRI-reporting tell us about corporate sustainability? *The TQM Journal*, 21(2), 168-181.
- Jégourel, Y., & Maveyraud, S. (2008). Obtenido de The financial performance of solidarity investment funds: The French case: <http://www.univ-orleans.fr/gdre09/articles/JegourelMaveyraud.pdf>
- Johnson, K., & Lee, H. (2013). *Global Impact Investing Network*. Obtenido de Impact Investing: A Framework for Decision Making: <https://thegiin.org/assets/documents/pub/impact-investing-a-framework-for-decision-making.pdf>
- Kantis, H., Federico, J., Ibarra, S., Menendez, C., & Alvarez, P. (2016). *Universidad Nacional de General Sarmiento*. Obtenido de Condiciones Sistémicas para el Emprendimiento Dinámico: novedades y tendencias para fortalecer e integrar los ecosistemas de la región: http://www.ungs.edu.ar/icsedprodem/wp-content/uploads/2015/07/informe-completo-FINAL_2016.pdf
- Kickul, J., & Lyons, T. (2015). Financing Social Enterprises. *Entrepreneurship Research Journal*, 5(2), 83-85.

- Kirkwood, J., & Walton, S. (2010). What motivates ecopreneurs to start businesses? *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 16(3), 204-228.
- Kuckertz, A., & Wagner, M. (2010). The influence of sustainability orientation on entrepreneurial intentions—Investigating the role of business experience. *Journal of Business Venturing*, 25(5), 524-539.
- Kuhlemann, A. (2011). Sozialwirtschaft vs. Marktwirtschaft – Unterschiede, die Finanziers berücksichtigen müssen. En H. Hackenberg, & S. Empter (Edits.), *Social Entrepreneurship – Social Business: Für die Gesellschaft unternehmen* (págs. 255-268). VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- LAVCA. (1 de 09 de 2016). *El panorama de inversión de impacto en América Latina*. Obtenido de <https://lavca.org/dealbook/el-panorama-de-la-inversion-de-impacto-en-america-latina/>
- LAVCA. (1 de 09 de 2016). *Latin American Private Equity & Venture Capital Association*. Obtenido de <https://lavca.org/dealbook/el-panorama-de-la-inversion-de-impacto-en-america-latina/>
- Lehner, O. (2012). *Social Entrepreneurship Perspectives: Triangulated Approaches to Hybridity*. (T. Takala, Ed.) Obtenido de <http://www.acrn.eu/resources/Journals/TriangulatedSE.pdf>
- Lenox, M., & York, J. (2011). Environmental Entrepreneurship. En P. Bansal, & A. Hoffman (Edits.), *The Oxford handbook of business and natural environment* (págs. 70-92). Oxford: Oxford University Press.
- Liechtenstein Global Trust Venture Philanthropy . (9 de 12 de 2014). *LGT VP*. Obtenido de Mapeo: <https://www.lgtvp.com/lgt/files/1b/1b9c6259-4f2c-4741-b858-95326911b174.pdf>
- Littlefield, E. (2011). Impact Investing: Roots & Branches. *innovations*, 6(3), 19-25.
- Locke, K. (2001). *Grounded Theory in Management Research*. Thousand Oaks: SAGE Publications Ltd.
- Lowe, A. (1995). The basic social processes of entrepreneurial innovation. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 1(2), 54-76.
- Lowe, A. (1998). Managing the post-merger aftermath by default remodelling. *Management Decision*, 36(2), 102-110.
- Lumni. (s.f.). *Contacto*. Obtenido de <http://www.lumni.net/es/contact>
- Martin, M. (2013). *Impact Economy*. (I. E. Papers, Ed.) Obtenido de <http://www.impacteconomy.com/download/Impact%20Economy%20-%202013%20-%20Making%20Impact%20Investible.pdf>

- Martin, R., & Osberg, S. (2007). Social entrepreneurship: The case for definition. *Stanford social innovation review*, 5(2), 28-39.
- McGoey, L. (2012). Philanthrocapitalism and its critics. *Poetics*, 40(2), 185-199.
- Mendell, M., & Barbosa, E. (2013). Impact investing: a preliminary analysis of emergent primary and secondary exchange platforms. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3(2), 111-123.
- Mincit. (3 de Septiembre de 2015). *Ministerio de Comercio, Industrial y Turismo*. Obtenido de Conozca el ministerio: http://www.mincit.gov.co/publicaciones/34613/conozca_el_mincomercio
- Ministerio de cultura. (s.f.). *Observatorio cultura y economía*. Obtenido de Grupo de emprendimiento cultural : <http://culturayeconomia.org/2017/02/01/emprendimiento-cultural-el-concepto/>
- Mokaya, S., Namusonge, M., & Sikalieh, D. (128-135 de Noviembre de 2012). The Concept of Entrepreneurship; in pursuit of a Universally Acceptable Definition. *International Journal of Arts and Commerce*, 1(6).
- Molina Vásquez, R. (2015). Construcción del concepto de tecnología en una red virtual de aprendizaje. *Enunciación*, 10-25.
- Mulgan, G., Reeder, N., Aylott, M., & Bo'sher, L. (Marzo de 2011). *Young Foundation*. Obtenido de Social Impact Investment: the challenge and opportunity of Social Impact Bonds: <https://youngfoundation.org/wp-content/uploads/2012/10/Social-Impact-Investment-The-opportunity-and-challenge-of-Social-Impact-Bonds-March-2011.pdf>
- Muñoz, P., & Dimov, D. (2015). The call of the whole in understanding the development of sustainable ventures. *Journal of Business Venturing*, 30(4), 632-654.
- Narváez-Rodríguez, C. (2014). Asociaciones y cooperativas rurales: factores internos y externos que influyen en su estabilidad y eficiencia. Una reflexión sobre el caso de Viotá, Cundinamarca. *Cooperativismo & Desarrollo*, 22(104), 63-81.
- Navarrete, J., Montoya, L., & Montoya, I. (2009). Clusters como un modelo en el desarrollo de los negocios electrónicos. *INNOVAR*, 19(34), 35-52.
- Nicholls, A. (2010). The Institutionalization of Social Investment: The Interplay of Investment Logics and Investor Rationalities. *Journal of Social Entrepreneurship*, 1(1), 70-100.
- O'donohoe, N., Leijonhufvud, C., Saltuk, Y., Bugg-levine, A., & Brandenburg, M. (29 de Noviembre de 2010). *J.P.Morgan, Rockefeller Foundation, GIIN*. Obtenido de Impact Investments: An Emerging Asset Class: <https://thegiin.org/knowledge/publication/impact-investments-an-emerging-asset-class>

- Palandjian, T., Sanches, P., O'Brien, J., Mruthyunjaya, V., Heidemanns, L., & Swaminathan, S. (2010). *Bridges Ventures The Parthenon group*. Obtenido de Investing for Impact Case studies across asset classes: <https://www.missioninvestors.org/system/files/tools/investing-for-impact-case-studies-across-asset-classes-the-parthenon-group-bridges-ventures-and-the-global-impact-investing-network-giin.pdf>
- Parrish, B. (2010). Sustainability-driven entrepreneurship: Principles of organization design. *Journal of Business Venturing*, 25(5), 510-523.
- Partington, D. (2000). Building grounded theories of management action. *British Journal of management*, 11(2), 91-102.
- Pastakia, A. (1998). Grassroots ecopreneurs: change agents for a sustainable society. *Journal of Organizational Change Management*, 11(2), 157-173.
- Petrack, S., & Weber, M. (2014). The Social Impact Investment Ecosystem in Germany. *Input for the meeting of the Social Impact Investing Taskforce established by the G8* (págs. 18-19). Berlin: BertelsmannStiftung.
- Pidgeon, N., & Henwood, K. (1997). Using grounded theory in psychological research. En N. Hayes, *Doing qualitative analysis in psychology* (págs. 245-273). Hove: Psychology Press/Erlbaum.
- Pinillos, A., & Fernández, J. (2011). De la RSC a la sustentabilidad corporativa: una evolución necesaria para la creación de valor. *Harvard DEUSTO Business Review*, 207, 5-21.
- Polanco, J., Ramírez, F., & Orozco, M. (2016). Incidencia de estándares internacionales en la sostenibilidad corporativa: una perspectiva de la alta dirección. *Estudios Gerenciales*, 32(139), 181-192.
- Portafolio. (5 de Mayo de 2012). Las inversiones deben resolver problemas sociales. *Portafolio*.
- Porter, M., & Kramer, M. (2011). La creación de valor compartido: cómo reinventar el capitalismo y liberar una oleada de innovación y crecimiento. *Harvard Business Review*, 89(1), 33-49.
- Quiroga, R., Barrera, M., Torres, J., Aguirre, J., Gonzales, D., Ariza, D., . . . Rodríguez, J. (2014). *Endeavor Colombia*. Obtenido de Panorama del ecosistema de emprendimiento de Bogotá: <http://endeavor.org.co/wp-content/uploads/2014/05/Panorama-del-Ecosistema-de-Emprendimiento-de-Bogota.pdf>
- Ranganathan, J. (Mayo de 1998). *World Resources Institute*. Obtenido de Sustainability Rulers: <http://www.wri.org/publication/sustainability-rulers>

- Rodrigo, A., & Viesca, C. (17 de Diciembre de 2014). *Forbes*. Obtenido de Inversión de impacto: ¿la mejor forma de hacer negocios?: <https://www.forbes.com.mx/inversion-de-impacto-la-mejor-forma-de-hacer-negocios/>
- Ruiz de Munain, J., & Cavanna, J. (2012). *Fundación Compromiso y Transparencia*. Obtenido de Mapa de inversiones de impacto en España: <http://www.compromisoempresarial.com/wp-content/uploads/InformeInversiones.pdf>
- Schaefer, K., Corner, P., & Kearins, K. (2015). Social, Environmental and Sustainable Entrepreneurship Research What Is Needed for Sustainability-as-Flourishing? *Organization & Environment*, 28(4), 394-413.
- Schaltegger, S., & Wagner, M. (2011). Sustainable entrepreneurship and sustainability innovation: categories and interactions. *Business strategy and the environment*, 20(4), 222-237.
- Schlange, L. (2009). Stakeholder identification in sustainability entrepreneurship. *Greener Management International*(55), 13-32.
- Schmitz, B., & Glanzel, G. (2013). Resourcing social innovation in Germany - an empirically based concept of matching social innovators with social investor. *International conference Social Frontiers : The next edge of social*. Londres.
- Schumpeter, J. A. (1950). *Capitalism, Socialism, and Democracy*. New York: Harper.
- Segura, M., & Martínez, H. (2009). *Viabilidad de las inversiones de la filantropía de riesgo en Colombia: el modelo de la LGT venture philanthropy*. Bogotá: Universidad Javeriana.
- Seidel, J., & Kelle, U. (1995). Different functions of coding in the analysis of textual data. En *Computer-aided qualitative data analysis: Theory, methods and practice* (págs. 52-61). Londres: Sage.
- Semana Sostenible. (06 de julio de 2016). *Waya Guajira: turismo sostenible y ecoamigable*. Obtenido de <http://sostenibilidad.semana.com/negocios-verdes/articulo/waya-guajira-turismo-sostenible-y-ecoamigable/35533>
- SENA. (s.f.). *Servicio Nacional de Aprendizaje*. Obtenido de Quiénes somos: <http://www.sena.edu.co/es-co/sena/Paginas/quienesSomos.aspx>
- Shanmugalingam, C., Graham, J., Tucker, S., & Mulgan, G. (2011). *The Young Foundation NESTA*. Obtenido de Growing Social Ventures. The role of intermediaries and investors: who they are, what they do, and what they could become: <https://youngfoundation.org/wp-content/uploads/2012/10/Growing-Social-Ventures-2011.pdf>

- Shepherd, D., & Patzelt, H. (2011). The new field of sustainable entrepreneurship: studying entrepreneurial action linking “what is to be sustained” with “what is to be developed”. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 35(1), 137-163.
- Silby, D. (1997). Social venture capital: Sowing the seeds of a sustainable future. *The Journal of Investing*, 6(4), 108-111.
- Sistema B. (s.f.). *Empresas B Colombia*. Obtenido de <http://sistemab.org/espanol/comunidad-empresas-b/busqueda-de-empresa-b/empresas-b-colombia/>
- Snider, A. (Noviembre de 2016). *Merrill Lynch*. Obtenido de Impact Investing: The Performance Realities: https://mlaem.fs.ml.com/content/dam/ML/Articles/pdf/ml_Impact-Investing-the-Performance-Realities-Whitepaper.pdf
- Sosa, S. (12 de 10 de 2010). *Inc*. Obtenido de Creating a New Asset Class for Social Entrepreneurs: <https://www.inc.com/article/2010/10/creating-a-new-asset-class-for-social-entrepreneurs.html>
- Spilling, O. (1991). Entrepreneurship in a cultural perspective. *Entrepreneurship & Regional Development*, 3(1), 33-48.
- Starr, K., & Hattendorf, L. (4 de Enero de 2012). *Stanford Social Innovation Review*. Obtenido de The Trouble With Impact Investing: https://ssir.org/articles/entry/the_trouble_with_impact_investing_part_1
- Strauss, A. (1987). *Qualitative analysis for social scientists*. Cambridge: University of Cambridge Press.
- Strauss, A., & Corbin, J. (2002). *Bases de la investigación Cualitativa. Técnicas y procedimientos para desarrollar la teoría fundamentada*. Medellín: Universidad de Antioquia.
- Thompson, N., York, J., & Kiefer, K. (2011). Distinctions not Dichotomies: Exploring Social, Sustainable, and Environmental Entrepreneurship. Social and Sustainable Entrepreneurship (Advances in Entrepreneurship, Firm Emergence and Growth. *Emerald Group Publishing Limited*, 13, 201-229.
- Van Marrewijk, M. (2003). Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion. *Journal of business ethics*, 44(2-3), 95-105.
- Venkataraman, S., Sarasvathy, S., Parmar, B., & Glinska, G. (2017). Felipe Vergara and Lumni: Launching an Innovation in a Developing Economy. *Darden Business Publishing Cases*, 1-14.
- Viviers, S., Ractliffe, T., & Hand, D. (2011). From philanthropy to impact investing: shifting mindsets in South Africa. *Corporate Ownership & Control*, 8(3), 214-232.

- Wei-Skillern, J. (2007). *Entrepreneurship in the social sector*. Thousand oaks: Sage.
- Wilburn, K., & Wilburn, R. (2014). The double bottom line: Profit and social benefit. *Business Horizons*, 57(1), 11-20.
- Wong, G. (2012). *Correlation Consulting*. Obtenido de Insights and Innovations: A Global Study of Impact Investing+Institutional Investors: <http://cdvca.org/correlation-consulting-publishes-a-global-study-on-impact-investing-and-institutional-investors/>
- Yunus Negocios Sociales. (2017). *Programa de aceleración*. Obtenido de Criterios de selección: <http://yunusnegociossociales.co/aceleradora/>

Apéndices

Ver apéndices adjuntos en el CD y pueden visualizarlos en base de datos de la Biblioteca UIS