



NOTA TÉCNICA N° IDB-TN-2876

## **Inversionistas BIS en Colombia**

Estudio sobre la experiencia de los inversionistas en el marco del programa de Bonos de Impacto Social en Colombia

Cristina Velez-Valencia  
Carolina Herrera-Cano  
Pilar Álvarez  
Judith Vergara Garavito  
María Alejandra González Pérez

Banco Interamericano de Desarrollo  
BID Lab

Diciembre 2023



## **Inversionistas BIS en Colombia**

Estudio sobre la experiencia de los inversionistas en el marco del programa de Bonos de Impacto Social en Colombia

Cristina Velez-Valencia  
Carolina Herrera-Cano  
Pilar Álvarez  
Judith Vergara Garavito  
María Alejandra González Pérez

Centro de Gerencia y Empresa  
Escuela de Administración  
Universidad EAFIT

Banco Interamericano de Desarrollo  
BID Lab

Diciembre 2023

**Catalogación en la fuente proporcionada por la  
Biblioteca Felipe Herrera del  
Banco Interamericano de Desarrollo**

Inversionistas BIS en Colombia: estudio sobre la experiencia de los inversionistas en el marco del Programa de Bonos de Impacto Social de Colombia / Cristina Velez-Valencia, Carolina Herrera-Cano, Pilar Álvarez, Judith Vergara Garavito, María Alejandra González Pérez.  
p. cm. — (Nota técnica del BID ; 2876)

Incluye referencias bibliográficas.

1. Social responsibility of business-Economic aspects-Colombia. 2. Investors-Social aspects-Colombia. I. Vélez Valencia, Cristina. II. Herrera-Cano, Carolina. III. Alvarez, Pilar. IV. Vergara Garavito, Judith. V. Gonzalez-Perez, Maria-Alejandra. VI. Banco Interamericano de Desarrollo. Oficina del Fondo Multilateral de Inversiones. VII. Series.

IDB-TN-2876

Códigos JEL: O30, O35

Palabras claves: Inversionistas, Bonos de Impacto Social, Financiación, Colombia.

<http://www.iadb.org>

Copyright © 2023 Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Esta obra se encuentra sujeta a una licencia Creative Commons CC BY 3.0 IGO (<https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/igo/legalcode>). Se deberá cumplir los términos y condiciones señalados en el enlace URL y otorgar el respectivo reconocimiento al BID.

En alcance a la sección 8 de la licencia indicada, cualquier mediación relacionada con disputas que surjan bajo esta licencia será llevada a cabo de conformidad con el Reglamento de Mediación de la OMPI. Cualquier disputa relacionada con el uso de las obras del BID que no pueda resolverse amistosamente se someterá a arbitraje de conformidad con las reglas de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil (CNUDMI). El uso del nombre del BID para cualquier fin distinto al reconocimiento respectivo y el uso del logotipo del BID, no están autorizados por esta licencia y requieren de un acuerdo de licencia adicional.

Note que el enlace URL incluye términos y condiciones que forman parte integral de esta licencia.

Las opiniones expresadas en esta obra son exclusivamente de los autores y no necesariamente reflejan el punto de vista del BID, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representa.

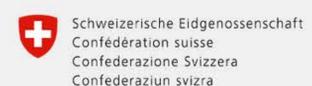


# Inversionistas BIS en Colombia

Estudio sobre la **experiencia de los inversionistas**  
en el marco del programa de **Bonos de  
Impacto Social en Colombia**



Un programa de:



Embajada de Suiza en Colombia  
Cooperación Económica y Desarrollo (SECO)

# Inversionistas BIS en Colombia

Estudio sobre la experiencia de los inversionistas en el marco del programa de Bonos de Impacto Social de Colombia

Universidad EAFIT

Febrero de 2023

## Financiación:

SIBsCO<sup>1</sup>  
Fundación Corona  
BID Lab  
Programa de Cooperación Económica y Desarrollo (SECO) de la Embajada Suiza en Colombia

<sup>1</sup> SIBs.CO es el programa de Bonos de Impacto Social en Colombia. Este programa es financiado con recursos de BID Lab, el laboratorio de innovación del Banco Interamericano de Desarrollo; SECO, la Cooperación Económica y Desarrollo de la Confederación Suiza, y es administrado por la Fundación Corona.

# **Inversionistas BIS en Colombia:** Estudio sobre la experiencia de los inversionistas en el marco del Programa de **Bonos de Impacto Social de Colombia**

## **Autoras:**

Cristina Velez-Valencia  
Carolina Herrera-Cano  
Pilar Álvarez  
Judith Vergara Garavito  
María Alejandra González Pérez

## **Centro de Gerencia y Empresa**

Escuela de Administración  
Universidad EAFIT  
Medellín, Colombia  
Febrero, 2023

**CITAR COMO:** Velez, Valencia, Cristina; Herrera,Cano, Carolina; Álvarez, Pilar; Vergara, Garavito, Judith & González, Pérez, María Alejandra. (2023). Inversionistas BIS en Colombia: Estudio sobre la experiencia de los inversionistas en el marco del programa de Bonos de Impacto Social de Colombia. SIBs.CO, Fundación Corona, BID Lab y SECO. Bogotá, Colombia.

# Tabla de contenido

- 1.** Panorama general de los Bonos de Impacto Social:
  - a. Origen y BIS en el mundo
  - b. Rol inversionista
  
- 2.** Características
  - a. Alineación con el corazón de negocio
  - b. Estrategia
  - c. Gestión del riesgo
  
- 3.** Motivaciones
  - a. Aprendizaje organizacional
  - b. Movilización de recursos financieros con recursos innovadores
  - c. Aumento de la incidencia social
  - d. Fortalecimiento de redes
  
- 4.** Expectativas
  - a. Inversión social
  - b. Inversión de impacto
  
- 5.** Lecciones aprendidas
  
- 6.** Escalabilidad
  
- 7.** Conclusiones
  
- 8.** Agradecimientos

# Referencias

## Anexo 1. Metodología

### Lista de figuras

**Figura 1.** Bonos de Impacto Social contratados por sector a nivel mundial.

**Figura 2.** Presencia de bonos de Impacto Social en Países en Desarrollo.

**Figura 3.** Clasificación de inversionistas según su razón social.

**Figura 4.** Representación gráfica de la recurrencia temática de los objetivos misionales de las organizaciones.

**Figura 5.** Categorías previas de las motivaciones de los inversionistas sociales.

**Figura 6.** Diagrama de códigos identificados en la recolección de datos.

### Lista de tablas

**Tabla 1.** Marco de decisión de inversionistas BIS.

**Tabla 2.** Inversionistas en cada Bono de Impacto Social realizado en Colombia.

**Tabla 3.** Temas sugeridos para escalar los Bonos de Impacto Social a otros sectores en Colombia.

# Resumen Ejecutivo

Los inversionistas de los Bonos de Impacto Social en Colombia (BIS), son un grupo de organizaciones cuya misión se encuentra orientada hacia la incidencia social, que se han vinculado a un instrumento innovador de gestión pública y de recursos privados, a favor de la colocación de empleo. Al observar a este grupo, es posible identificar que, a pesar de las diferencias operativas y de tamaño, todas las organizaciones comparten características constitutivas, tales como, la alineación del corazón del negocio con los propósitos de impacto social de los BIS y la adaptación estratégica y la gestión del riesgo frente a estos mecanismos. Por su parte, las motivaciones de estas entidades son coherentes con los estudios realizados en otras regiones sobre este tipo de inversionistas (impact-first) e incluyen: el aprendizaje organizacional, la movilización de recursos con instrumentos financieros innovadores, el aumento de la incidencia social y el fortalecimiento de las redes que se crean en el ecosistema de impacto. En cuanto a sus expectativas, se identifican dos grupos de inversionistas. Están aquellos inversionistas que ven en los BIS una manera innovadora de seguir apoyando proyectos y está el grupo de inversionistas para el cual las expectativas son de impacto social, es decir, que consideran la inversión en BIS como una manera de optimizar los beneficios sociales y económicos. Esta investigación pretende comprender las características de los inversionistas de los Bonos de Impacto Social (BIS) en Colombia, a través de una exploración y análisis de sus motivaciones. Este reporte se encuentra basado en 14 entrevistas realizadas a inversionistas de Bonos de Impacto Social en Colombia, dos grupos focales para los mismos actores, así como la exploración de otros grupos de interés claves en el proceso. El trabajo de campo se desarrolló entre noviembre de 2022 y febrero de 2023. Este reporte fue construido por Cristina Vélez Valencia, Carolina Herrera Cano, Pilar Álvarez, Judith Vergara Garavito y Maria Alejandra González Pérez, todas del Centro de Gerencia y Empresa de la Universidad EAFIT. En las próximas secciones se presentarán los hallazgos de un proceso de recolección de datos primarios mediante entrevistas en profundidad y grupos focales. Para el análisis de los datos se utilizaron técnicas cualitativas de codificación.

Las lecciones aprendidas que les quedan a los inversionistas BIS sobre el funcionamiento de los contratos de pago por resultados en Colombia, incluyen los retos de la ejecución de los proyectos y la necesidad de involucrar mayor cantidad de actores, en especial del sector privado, en la financiación de los Bonos de Impacto Social. Finalmente, se plantearon recomendaciones para la escalabilidad de estos instrumentos, de modo que puedan contribuir a los retos del desarrollo y propicien un nuevo ecosistema de innovación financiera y gestión pública hacia la generación de capacidades, el fortalecimiento de redes de acción y conocimiento y la innovación con impacto social.

# Panorama general de los Bonos de Impacto Social:

a. Origen y BIS en el mundo

b. Rol inversionista



# Inversionistas BIS en Colombia

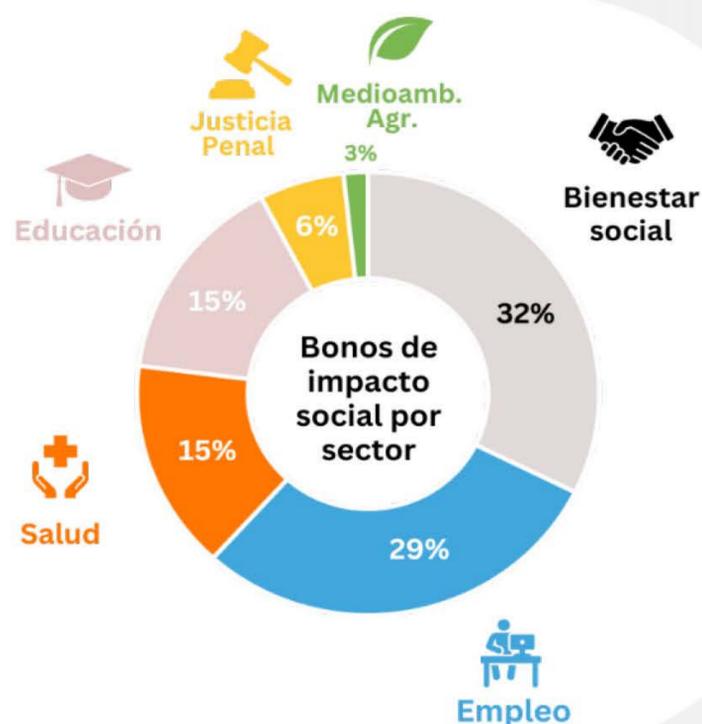
Estudio sobre la experiencia de los inversionistas en el marco del Programa de Bonos de Impacto Social de Colombia

## 1. Panorama general de los Bonos de Impacto Social

### a. Origen y BIS en el mundo

Los Bonos de Impacto Social (BIS) son un mecanismo de financiación con intereses públicos (Andersen, Dilling-Hansen & Hansen, 2020). Se trata de contratos de pagos por resultados que acuerdan, un gobierno o un pagador, con inversionistas privados, a través prestadores de servicios, y con la supervisión de agencias de intermediación, para apalancar el capital privado a favor de proyectos sociales (Del Giudice & Migliavacca, 2018). Los BIS buscan mejorar la calidad de los servicios sociales, mitigar los riesgos y disminuir costos, aumentar el impacto social cuantificable, alcanzado por los recursos públicos (Edmiston & Nicholls, 2018) y flexibilizar el manejo de los proyectos sociales (Broccardo, Mazzuca & Frigotto, 2019). El número de proyectos de este tipo ha aumentado en los últimos años, en la medida en que han incrementado las iniciativas de programas sociales con pago por resultados (Edmiston & Nicholls, 2018). Importante resaltar que los apoyos han estado enfocados en la infancia, la educación, el alivio de la pobreza y el empoderamiento de las mujeres.

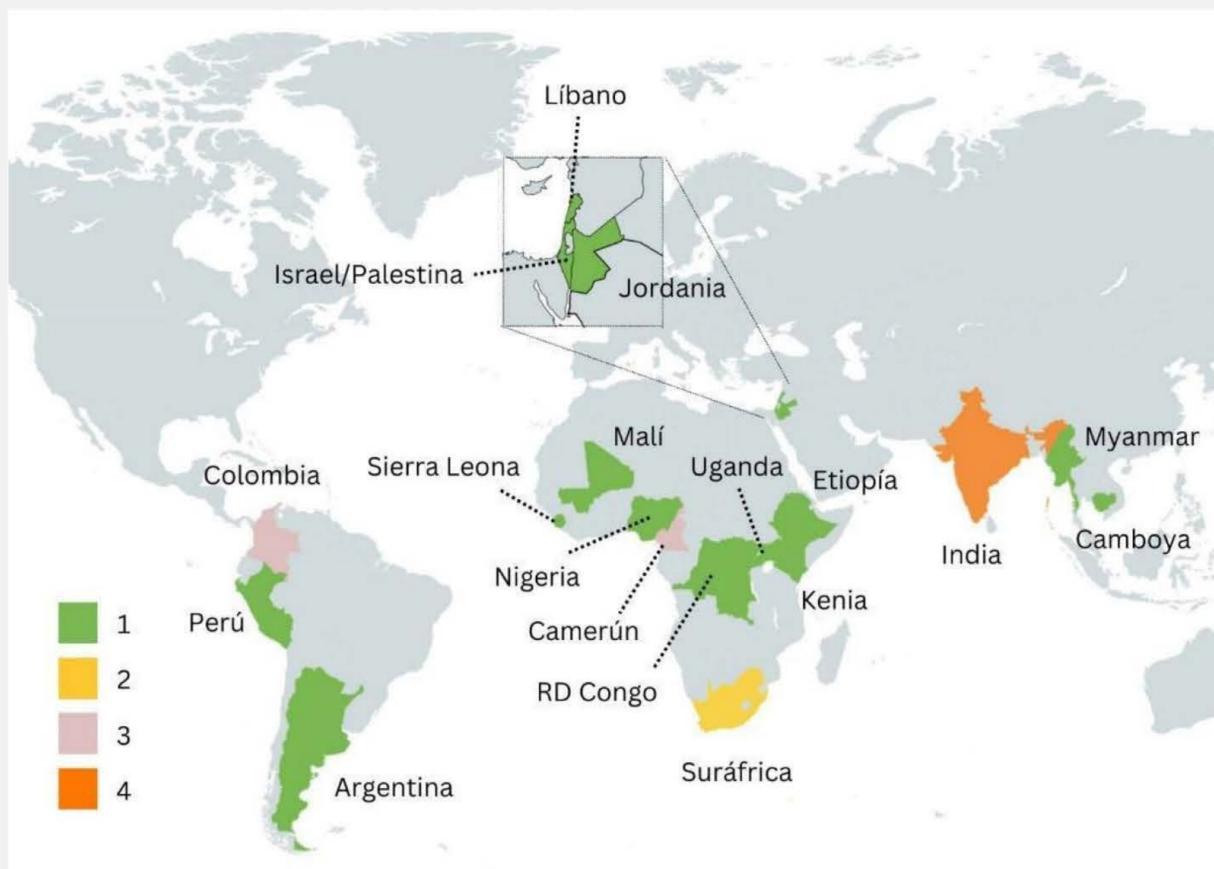
**Figura 1.** Bonos de Impacto Social contratados por sector a nivel mundial.



**Fuente:** Adaptado de Gustafsson-Wright et al. (2020)

Desde la estructuración e implementación del primer Bono de Impacto Social en el año 2010, estos bonos han servido como una forma de alianza público-privada (PPPs) (Del Giudice & Migliavacca, 2018), para proyectos que, de otra forma y debido a su alto riesgo, no recibirían financiación. Al año 2020, se han implementado Bonos de Impacto Social en 38 países, 20 de los cuales son países desarrollados. Su importancia para países en vías de desarrollo es preponderante, pues los BIS tienen un alto potencial para resolver los desafíos de desarrollo del Sur Global (Gustafsson-Wright et al., 2020). La Figura 2 muestra la presencia, aún limitada, de los BIS en países en desarrollo, a pesar de su potencial. De manera destacada, Colombia se convirtió en el primer país en implementar efectivamente un bono de impacto social (González Velosa, 2017; Gustafsson-Wright & Boggild-Jones, 2017).

**Figura 2.** Presencia de bonos de Impacto Social en Países en Desarrollo.



Adaptado de Gustafsson-Wright et al (2020)

Este tipo de proyectos se desarrollan, en mayor medida, para hacer frente a las necesidades de poblaciones en situación de vulnerabilidad. Tenemos el caso del primer Bono de Impacto Social que se desarrolló en la Prisión de Peterborough, en el Reino Unido, con el objetivo de reducir la reincidencia en el delito (Gruyter, Petrie, Black & Gharghori, 2020). Recientemente, y al igual que otras inversiones socialmente responsables (como los bonos verdes o bonos sociales), se han posicionado como alternativa de gobernanza corporativa en los escenarios de incertidumbre y descontento con el mercado financiero convencional, en los escenarios de la crisis financiera (Broccardo, Mazzuca & Frigotto, 2019).

A pesar de considerarse parte del mercado de las inversiones socialmente responsables, estos contratos guardan diferencias, lo cual tiene repercusiones en sus usos y regulaciones (Derwall, Koedijk & Horst, 2011). Es necesario, en primer lugar, aclarar que estos Bonos de

Impacto Social no cumplen con las características de emisión y transacción de los bonos convencionales en cuanto a la liquidez, la posibilidad de ser comercializados y el acceso a calificación crediticia (Gruyter et al., 2020). Sin embargo, han recibido esta denominación debido a que son mecanismos de financiación del gobierno, que requieren una inversión inicial y funcionan con una tasa fija (Gruyter et al., 2020). Además, requieren de inversionistas que estén dispuestos a tener potencialmente un menor retorno en el mercado que otras alternativas financieras, condicionado a tener una incidencia positiva en la sociedad o la naturaleza. Es decir, que tengan interés en conciliar, de manera innovadora, los factores financieros, económicos y sociales; llamados también consideraciones ESG, por sus siglas en inglés: intereses ambientales, sociales y de buen gobierno corporativo. (Broccardo, Mazzuca & Frigotto, 2019). De acuerdo con un reporte del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (2021), la Tasa Interna de Retorno de la inversión para los BIS puede llegar al 12 o 13 %, pero también puede ser tan baja como el 2%, lo que muestra por qué algunos inversionistas sociales prefieren otro tipo de inversiones tradicionales o de impacto, que tengan una tasa más alta. De esta manera, los BIS son un punto medio entre el contrato público y el instrumento financiero, pero con una tasa de retorno y una tasa de asignación de capital más bajas que la de otros productos financieros del mercado de impacto (Del Giudice & Migliavacca, 2018).

## **b. Rol inversionista**

Las ventajas de los BIS han sido estudiadas desde los beneficios para los grupos de interés que involucran. Dichos beneficios para las comunidades atendidas son, precisamente, cuantificados en cada proyecto; si el impacto para las personas no es medible, los inversionistas pueden dejar de percibir un retorno financiero o poner en riesgo el capital invertido (Fraser et al., 2016). Para el caso de las entidades de administración pública, los mayores incentivos están en la atención y financiación de obras sociales (que son responsabilidad estatal) y los mecanismos de contratación que aseguren eficiencia y disminución de costos (Maier, Barbetta, Godina, 2017). No obstante, según explican diferentes estudios (Bafford, 2012; Fraser et al., 2016), la difusión de los BIS y su impacto social solo se podrán garantizar y hacerse sostenibles en el largo plazo, si se responde a las expectativas de quienes realizan la financiación y asumen el riesgo de estos proyectos, es decir, a sus inversionistas (Gruyter et al., 2020).

Los Bonos de Impacto Social, como se mencionaba, son atractivos para los inversionistas privados, porque se convierten en una oportunidad con propósitos ambientales, sociales y de buen gobierno corporativo (ESG). Considerando los estudios de las inversiones responsables, vemos que hablan de inversionistas que ponen los intereses de impacto social por encima de los financieros, también conocidos como impact-first investors (Freiberg, Rogers & Serafeim, 2020). Este tipo de inversionistas tienen disposición a perder en términos de rendimientos económicos, a cambio de utilidades no financieras que se derivan de los atributos de inversiones socialmente responsables (Derwall, Koedijk & Horst, 2011). Para el caso específico de los BIS, a pesar de sus “desventajas” de rentabilidad, en comparación con otros productos financieros, brindan oportunidades de inversión que son menos susceptibles a fuerzas externas del mercado, aportan más garantías para las alianzas público-privadas y tienen mayor impacto social cuantificable (Gruyter et al., 2020; Broccardo, Mazzuca & Frigotto, 2019).

De todos modos y a pesar los aspectos en común, no sería preciso equiparar los intereses de los inversionistas de los BIS con los de los demás inversionistas socialmente responsables, debido a las diferencias explicadas anteriormente. Andersen et al. (2020) y Albertson, Fox,

O’Leary & Painter (2020), destacan la falta de información existente sobre cómo se comportan los inversionistas BIS, por lo cual se considera que ha sido un grupo de interés poco estudiado. Esta brecha ha sido relacionada con las bajas tasas de acogida de los Bonos de Impacto Social, en comparación con otros instrumentos financieros de impacto social, emitidos por bancos y transados en el mercado de valores. De hecho, Del Giudice & Migliavacca (2018) afirman que los BIS no han atraído cantidades significativas de capital privado.

Por ello y con el propósito de comprender la naturaleza de estas motivaciones de inversión para aumentar el número y cuantía de contribuyentes a estos proyectos alrededor del mundo, Gruyter et al. (2020), desarrollaron un marco de decisión de inversionistas BIS, a partir de una revisión de literatura académica y gris de los inversionistas de impacto (en general), comparada con datos de los BIS del sector salud. El marco resultante incluye nueve consideraciones para la toma de decisiones de inversión en BIS, organizados en parámetros de decisión (retornos y riesgos) y diferencian factores financieros y de impacto (social) para cada uno, como se puede ver en la siguiente tabla:

**Tabla 1.** Marco de decisión de inversionistas BIS.

Parámetro	Factores	Consideraciones para la toma de decisiones de inversión
Retornos	Financieros	1. Los rendimientos financieros esperados cumplen con las expectativas de rendimiento de los inversionistas.
	De impacto	2. Se genera un impacto positivo para la población objetivo, que requiere de inversión. 3. El impacto esperado se alinea con la misión/valores de los inversionistas.
Riesgos	Financieros	4. Existe un bajo riesgo de perder capital y recibir menos retornos financieros esperados.
	De impacto	5. Existe un bajo riesgo de daño reputacional. 6. Existe una alta probabilidad de un impacto positivo para la población objetivo. 7. La metodología para medir impactos es robusta y claramente definida. 8. Existe un bajo riesgo de problemas contractuales, legales y regulatorios, con estabilidad alrededor del ecosistema y sus alrededores. 9. Es poco probable que la infraestructura cambie.

**Fuente:** Adaptado de Gruyter et al. (2020)

Debido al alto grado de variación entre los Bonos de Impacto Social alrededor del mundo, este marco puede servir de base para el análisis, pero no es suficiente para explicar o prever el comportamiento de los inversionistas en todo el mundo. Al revisar los estudios realizados, se encuentra el reporte sobre los Bonos de Impacto Social (Introducing Social Impact Bonds in Colombia), realizado por la Escuela de Asuntos Públicos e Internacionales de la Universidad de Columbia (SIP) y la Fundación Corona. Este análisis destaca el número creciente de empresas que han comenzado a centrarse en cuestiones ambientales y sociales o relativas a prácticas de responsabilidad social empresarial, además de establecer un punto de apoyo en el creciente mercado global de inversión de impacto (Paya et al., 2020). En cuanto a las razones que impulsan las inversiones BIS, se destacan: la publicidad y la visibilidad; la necesidad de alojar subvenciones como parte de sus programas ESG; reciclar gastos corrientes por la naturaleza altamente cuantitativa y técnica de los BIS, que se alinea con el doble objetivo de impacto social y rendimiento monetario (Paya et al., 2020). Por otro lado, está el estudio de caso realizado por Social Finance y la Fundación Empresarios por la Educación (2021), que identifica una motivación similar en los inversionistas, como la sustitución de inversiones tradicionales de su portafolio, por mecanismos de inversión de impacto y priorización y maximización de retornos sociales del bono (inversionistas impact-first). Esta investigación pretende comprender las características de los inversionistas de los Bonos de Impacto Social (BIS) en Colombia, a través de una exploración y análisis de sus motivaciones. Este reporte se encuentra basado en 14 entrevistas realizadas a inversionistas de Bonos de Impacto Social en Colombia, dos grupos focales, así como la exploración de otros grupos de interés claves en el proceso. El trabajo de campo se desarrolló entre noviembre de 2022 y febrero de 2023. Este reporte fue construido por Cristina Vélez Valencia, Carolina Herrera Cano, Pilar Álvarez, Judith Vergara Garavito y Maria Alejandra González Pérez, todas del Centro de Gerencia y Empresa de la Universidad EAFIT. En las próximas secciones se presentarán los hallazgos de un proceso de recolección de datos primarios mediante entrevistas a profundidad y grupos focales. Para el análisis de los datos se utilizaron técnicas cualitativas de codificación. Los detalles metodológicos se presentan en el Anexo 1.

## Características

a. Alineación con el corazón de negocio

b. Estrategia

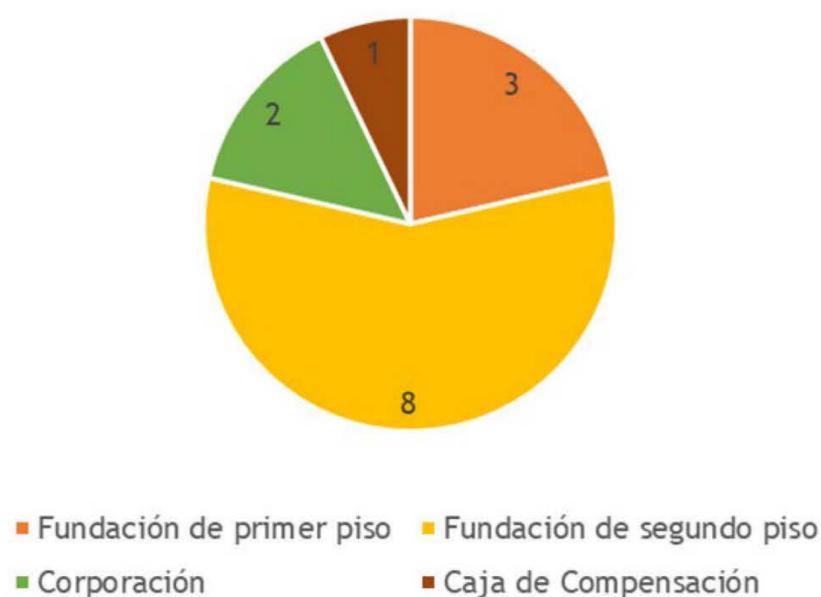
c. Gestión del riesgo



## 2. Características:

Colombia ha sido un país pionero en la implementación de Bonos de Impacto Social. Las organizaciones que se han vinculado como inversionistas en los cuatro bonos que se han realizado hasta febrero de 2023, comparten características que permiten conocer parte del ecosistema de impacto social que, a través de este mecanismo, se está gestando. Con el propósito de documentar la experiencia y naturaleza de los diferentes inversionistas BIS, en Colombia, este estudio presenta una caracterización de las organizaciones que han participado como inversionistas de manera directa. Existe heterogeneidad entre estas organizaciones, en cuanto a sus actividades y músculo financiero. Además, no todas operan bajo las mismas figuras jurídicas: entre los inversionistas hay fundaciones (tanto de primero como de segundo piso<sup>2</sup>), corporaciones y una caja de compensación familiar<sup>3</sup>.

**Figura 3.** Clasificación de inversionistas BIS en Colombia, según su razón social.



**Fuente:** Elaboración propia a partir de información de las páginas Web oficiales de cada una de las organizaciones.

---

<sup>1</sup>La diferencia entre una fundación de primer piso y una de segundo piso es que la primera “ejecuta y opera proyectos en los territorios y trabaja directamente con los beneficiarios, mientras [que] una fundación de segundo piso analiza y mide las necesidades sociales a un nivel sistémico, define agendas, mide el avance, realiza alianzas en los territorios y cofinancia proyectos de alto impacto”. Fuente: Fundación Corona. (2018). ¿Qué quiere decir ‘Fundación de Segundo Piso’ y cómo se entiende el monitoreo y la evaluación en este tipo de fundaciones? | Fundación Corona <https://bit.ly/3IBkUIB>

<sup>2</sup> En Colombia, las cajas de compensación familiar son entidades sin ánimo de lucro de carácter privado, que recaudan, distribuyen y pagan los aportes destinados al subsidio familiar haciendo uso de los aportes de seguridad social realizados por los empleadores. Además, organizan y administran obras y programas sociales que se establecen para el pago del subsidio familiar en especie o servicios. (Supersubsidio. (s.f.). ¿Qué funciones cumplen las cajas de compensación familiar? <https://bit.ly/3EkByn2>

Esta caracterización resalta las similitudes que son útiles para conocer la experiencia inversionista en los Bonos de Impacto Social. Estas características incluyen: la alineación de su corazón de negocio con los propósitos de los BIS; la perspectiva estratégica y el manejo del riesgo que adoptaron en los Bonos de Impacto Social.

### a. Alineación con el corazón de negocio: “Generar valor en el ecosistema”

Una de las principales características de los inversionistas BIS en Colombia es que son organizaciones que se han vinculado tradicionalmente con proyectos de impacto social. Muestra de ello es que, de manera similar a otras regiones del mundo, las organizaciones vinculadas no son inversionistas corporativos tradicionales, sino organizaciones sin ánimo de lucro, cuyos objetivos específicos involucran la incidencia social y la innovación a favor de la sociedad. En la Tabla 2 se muestran los inversionistas de cada uno de los BIS que se han realizado en Colombia.

**Tabla 2.** Inversionistas en cada Bono de Impacto Social realizado en Colombia.

Bono I Empleando Futuro	Bono II Cali Progresa con Empleo	Bono III CREO Comfama	Bono IV CREO Inversor
Fundación Corona	Fundación WWB	Fundación Bancolombia	Corporación Inversor
Fundación Bolívar Davivienda	Fundación PLAN	Fundación Fraternidad Medellín	Fundación Nutresa
Fundación Santo Domingo	Fundación Corona	Fundación Juanfe	Fundación Promigas
	Fundación Bolívar Davivienda	Comfama	Fundación Bolívar Davivienda
	Fundación Santo Domingo	Fundación Sofía Pérez	Fundación Santo Domingo
	Corporación Mundial de la Mujer		Fundación PLAN
			Corporación Mundial de la Mujer

**Fuente:** Elaboración propia con información suministrada por SIBsCO

Al revisar los objetivos y propósitos superiores de las organizaciones inversionistas, se hace evidente que comparten intereses misionales de transformación e impacto social y que involucran temas de equidad, desarrollo de capacidades, población vulnerable e innovación, como se puede apreciar en la Figura 4, la cual muestra la recurrencia de algunos de los temas

en los que se centran las actividades de las organizaciones inversionistas.

**Figura 4.** Representación gráfica de la recurrencia temática con los objetivos misionales de las organizaciones.



**Fuente:** Elaboración propia con información de las páginas Web oficiales de las organizaciones.

El interés social de estas organizaciones no se manifiesta solamente de manera formal y como parte de sus estatutos. Esto lo menciona un inversionista, en la entrevista con el grupo que llevó a cabo este estudio, para explicar su vinculación con los BIS: “Lo más importante es que era un tema afín, que nos interesaba, [...] esta es una fundación de segundo piso, que hace donaciones [que tienen] **retorno social**” (Inversionista 4); “este es el core de nuestro negocio, este es el **core de nuestra fundación: poder conectar a las personas con un empleo**” (Inversionista 1).

Incluso, aquellas organizaciones cuyo corazón del negocio no se relaciona directamente con la generación de empleo, el cual es el tema de todos los BIS realizados en Colombia hasta el momento, reportan que ven el objetivo de los BIS alineado con su quehacer: “[la organización pensaba:] se me está saliendo un poco como del core, [...] pero yo quiero convocar [...] para que hagamos esta reflexión donde **el país necesita que nos movamos de manera distinta**” (Inversionista 5). Al preguntarle a un representante sobre qué se valoraba más, si la rentabilidad financiera o la social, respondía: “La rentabilidad social, por supuesto, para nosotros como fundación es sumamente importante y también como grupo [empresarial] primero, porque [la generación de empleo] no es nuestro core [...] entonces es más importante lo segundo: **que realmente nosotros podamos generar valor en el ecosistema**” (Inversionista 2).

## **b. Estrategia: “Esto va más allá de la filantropía”**

Las organizaciones inversionistas presentan diferencias y similitudes operativas y estratégicas en su participación en los BIS. Los inversionistas BIS guardan diferencias técnicas pues se especializan y priorizan distintos aspectos como: la estructuración de proyectos, la precisión en el costeo y la determinación del flujo de caja requerido, la capacidad de ejecución (cuando las organizaciones tienen el doble rol de inversionistas y operadores) y la capacidad en

recursos, pues algunos utilizaron su flujo de caja, su capacidad de endeudamiento y, otros, su capacidad de pago.

En cuanto al origen de los recursos, es importante señalar que estas organizaciones implementaron diversos esquemas de financiación para su inversión en BIS. Entre ellos se destacan: el uso del fondo patrimonial (*endowment*), el gasto, las cuentas por cobrar, las donaciones de cooperación internacional de la fundación, tipo financiamiento mixto (*blended finance*), la financiación colectiva (*crowdfunding*) y el crédito. Estas diferencias surgían del tipo de organización y su tamaño, la disponibilidad de liquidez para realizar los aportes y las políticas de gobernanza de las organizaciones. Es importante señalar, que, ante la ausencia de una motivación financiera por parte de los inversionistas, este estudio tiene una limitación respecto al análisis del costo de los recursos que se aplicaba para cada fundación. En esta misma línea, entender el apetito por riesgo, el rendimiento financiero esperado y el impacto generado en la sociedad versus el costo de oportunidad que representó esta decisión de inversión, merece ser desarrollado en futuros estudios.

Dentro de las diferencias relacionadas con las estrategias para aproximarse a los BIS, una de las principales diferencias entre estos inversionistas es el manejo contable que se le ha dado a los bonos. Para algunos inversionistas, el desembolso de estos recursos se registraba en sus estados financieros como un gasto operativo mientras que, para otras organizaciones, representaba una inversión. Quienes lo llevaban como un gasto, no tenían una expectativa de retorno financiero y lo veían como un ejercicio más dentro de la operación que realiza una fundación. Para quienes lo llevaban como una inversión<sup>4</sup>, tenían la expectativa de recibir un retorno financiero, y en algunos casos, había inversionistas que estaban dispuestos a participar en un ejercicio de suma cero (al menos esperaban que le retornaran el capital aportado).

En el caso de los entrevistados que asumieron esta participación como un gasto, esto manifestaron: *“Nosotros siempre lo vimos como una donación, nunca miramos cuál era la tasa de interés, [ni] qué iban a devolver...”* (Inversionista 4). En el caso de las organizaciones que lo han visto como una inversión social, con expectativas de rentabilidad, ellos dijeron: *“nosotros como inversionistas lo tenemos registrado en nuestra contabilidad como una inversión en un instrumento financiero”* (Inversionista 6). Esto se explica no sólo por la relativa novedad de los BIS en Colombia y la consecuente falta de un marco contable que los contemple, sino también por la estrategia concebida por las organizaciones. Distinguir si se registra como gasto (considerado en el activo o en la cuenta PyG) o como inversión (como cuenta por cobrar), demuestra, además de prácticas operativas diferentes, contrastes en las pretensiones de las organizaciones y en lo que significa e implica su rol en los BIS: *“Esta participación en el Bono de Impacto CREO será reconocida como una inversión de carácter social, no como una donación”* (Inversionista 3).

Estas organizaciones guardan, sin embargo, similitudes estratégicas: los inversionistas BIS implementaron mecanismos que transformaron, tanto capacidades internas, como su proyección externa y de impacto. De esta manera, una de las características que comparten los inversionistas BIS es la intención de cambio para ajustarse a los BIS. Ejemplo de ello es

---

<sup>3</sup> Es importante aclarar que la regulación colombiana permite que las fundaciones tengan portafolios e instrumentos de inversión que puedan reconocer los retornos de estas inversiones en sus estados financieros. Existen otros países donde esto no es posible y por eso el ecosistema de los bonos de impacto social es diferente entre países de la región.

que modificaron sus prácticas de atracción e inversión de recursos y de operación, con el fin de disponer sus organizaciones hacia las lógicas de la contratación de pago por resultados. A nivel interno, **transformaron la gestión de recursos**: *“nosotros lo vimos una oportunidad para ser pioneros y poder abrirle, a [...] las entidades sin ánimo de lucro, un camino que, bajo un esquema y una sombrilla de pago por resultados, pudiera funcionar [...] era poder generar en Colombia ese camino y esa alternativa “ (Inversionista 1). Por otro lado, se movieron **de la filantropía tradicional a una filantropía estratégica**: *“esto va más allá de la filantropía, lo pueden llamar una rentabilidad social... ” (Inversionista 2); “esa filantropía un poco más estratégica y menos asistencial” (Inversionista 3). Y, además, modificaron las relaciones entre diferentes áreas que involucran **las decisiones de gobierno corporativo**: “Fue muy interesante el ejercicio de interacción entre nuestros Comités Financiero y Social para evaluar el proyecto con la mirada de ‘inversión social’” (Inversionista 3).**

A nivel externo, estos proyectos de pago por resultados representan, para unas organizaciones que ya están involucradas en temas de transformación social, un cambio estratégico en la comprensión de este impacto. La medición tecnicada de resultados, que permiten los BIS, es una oportunidad estratégica para los inversionistas pues ven en ella un cambio en los esquemas tradicionales de inversión social; *“... lo que pasa es que **nosotros no estamos acostumbrados a medir los resultados sociales**, no digo nosotros [...], sino el mundo social” (Inversionista 4); “lo que uno más quiere es que en temas de empleo inclusivo dejemos de pagar a todo el mundo por la gestión y paguemos a todo el mundo por los resultados” (Inversionista 20). Con lo anterior, aumentan las garantías en cuanto a rendición de cuentas de las partes involucradas, específicamente de operadores y pagadores. Adicionalmente, gracias a este enfoque estratégico de impacto de las actividades, las organizaciones están apostándole a replicar este tipo de medición y evaluación a sus otras operaciones (más allá de los BIS): “[Estamos] avanzando en **una metodología que nos permita también incorporar otros indicadores de impacto asociados a los negocios**; no necesariamente a los proyectos de cooperación internacional o a estos proyectos, sino a la dimensión de nuestra intervención desde los diferentes contenidos.” (Inversionista 5).*

### **c. Gestión del riesgo: “Es un experimento en el que no había pierde”**

La percepción y el manejo del riesgo es otra característica de importancia en el análisis de los inversionistas BIS. En cuanto al riesgo financiero, frente a la posibilidad de no recuperar la inversión, o al menos el capital con el que habían participado, muchas fundaciones no veían posible que se pudiera materializar o estaban dispuestos a asumir la pérdida. Con respecto al riesgo reputacional, asociado a que las cosas salieran mal, dado que estaban en un ejercicio piloto, este no fue un determinante a la hora de tomar la decisión de participar. En general, había mucha confianza en el ecosistema y los diferentes actores que estaban desarrollando los proyectos.

En línea con lo anterior, a pesar de los riesgos de corrupción atados a proyectos de esta magnitud y, en particular, a aquellos que involucran recursos públicos, en las entrevistas o grupos focales, no se mencionó la corrupción o la falta de transparencia en la asignación de recursos o en la operación, como un riesgo que hayan considerado en la toma de la decisión de inversión. Es notable que la red creada para la financiación y operación de los BIS se dio gracias a la confianza en todos los actores involucrados. La ausencia de la discusión

sobre corrupción en estos programas es reflejo de que quienes invirtieron en BIS dieron por descontados los riesgos asociados a la falta de transparencia en la asignación de recursos, en la operación del programa y en la estructuración de la figura.

Es así como algunas organizaciones no percibían riesgos en el mecanismo, incluso si perdían recursos: *“decíamos: ¿la verdad aquí **qué tenemos que perder? Si en el peor de los casos los indicadores de empleo y permanencia no se logran, pues para nosotros fue una donación más, como cualquier otra [...] Entonces decimos que aquí tenemos todo por ganar**”* (Inversionista 4). Aunque otros inversionistas sí se dieron a la tarea de cuantificar los riesgos: *“hicimos una proyección de metas y [...] toda la modelación del proyecto: desde los resultados, desde lo financiero, desde los riesgos financieros y también con unos límites [...] a pesar de que [...] lo modelamos, **no era la razón más de peso para tomar esa decisión**”* (Inversionista 7), *“sí hicimos un análisis de riesgos, obviamente; siempre hay una inquietud de si se pierde la plata, pero en ese primer momento se consideraba que **valía la pena por hacer el ejercicio**”* (Inversionista 20). Las organizaciones manifiestan que la alineación con el corazón del negocio y su estrategia los define mejor como participantes de estos proyectos: *“Frente al riesgo siempre se trata de mitigarlo, pero creo que era más el interés de promover algo novedoso que tener una estructura completamente blindada en materia de riesgo para no exponer esos recursos. [...] Porque somos conscientes de que si tenemos esa aproximación pues va a ser más difícil el desarrollo de instrumentos novedosos: **lo excelente es enemigo de lo bueno**”* (Inversionista 8). Aquí se refieren a que las organizaciones están dispuestas a asumir un riesgo financiero u operativo, a cambio de apostarle al fortalecimiento de las capacidades para desarrollar estos mecanismos.

Este acercamiento no solo está relacionado con la priorización del cumplimiento de los objetivos sociales o de apalancar la filantropía estratégica, sino que se fundamenta, además, en la confianza existente en el funcionamiento de los proyectos. Para algunas de las organizaciones inversionistas el panorama de riesgo se podría calificar como alto, debido a la posibilidad de que los operadores no alcancen las metas planteadas: *“Yo creo que hay riesgos del lado del inversionista, pero también hay mucho riesgo del lado de los implementadores [...]. Entonces una proyección financiera ‘mal dada’, **una situación inesperada, [que] fácilmente te puede poner en un escenario de pérdida**”* (Inversionista 9). Sin embargo, la trayectoria y reputación de las organizaciones responsables de la implementación, ha sido garantía de la recuperación de la inversión: *“[hay] transparencia y tranquilidad en los inversionistas que también tenían una expectativa de rentabilidad, aún sabiendo que podía ser un programa con un alto riesgo, porque dependía de unos resultados, que dependían de diferentes variables”* (Inversionista 6). En este sentido, los inversionistas son conscientes del riesgo, pero este hecho no limita su disposición a participar: *“Para mí fue un **experimento, pero un experimento donde no había pierda**”* (Inversionista 4); *“tú sabes qué gente que trabaja con la [fundación], [se] sabe que tiene el rigor, tiene la reputación, tiene la confiabilidad y entonces es un riesgo, pero no es un riesgo”* (Inversionista 1); *“cuando tú haces el análisis de riesgo, básicamente dices: Ok, **¿con quién me estoy asociando?, ¿quiénes están compartiendo ese riesgo conmigo y cuál es en verdad la potencial ganancia o el efecto demostrativo que nosotros podemos tener?**”* (Inversionista 20”).

De esta manera, el manejo del riesgo financiero se da en términos de asegurar la recuperación de la inversión y no perder recursos (y, consecuentemente, capacidad operativa), más que de la maximización de ganancias, como se haría en mecanismos financieros tradicionales: *“**nuestro enfoque era no perder recursos**”* (Inversionista 9). Así mismo, se identifican organizaciones que tienen en cuenta, en la transacción, un estimado de ingresos y otras que la perciben como capital rotativo: *“cada vez que nos reuníamos con los inversionistas [...] ellos lo que*

me decían: ‘¿recuperé mi capital, vamos a recuperar la plata que pusimos?’. [Yo] les decía: ‘Sí, tranquilos, que van a recuperar la plata y les va a quedar una adicional’, ellos me decían: ‘No, buenísimo’; porque ellos ven esto es casi como un capital rotativo” (Inversionista 10). Los contratos de pago por resultados se perciben como proyectos que, a pesar de sus riesgos y bajas tasas de rentabilidad, permiten a las organizaciones vincularse a programas sociales sin exponer su operación futura: “...buscamos esa perfecta combinación entre el impacto social, pero también los resultados financieros que respaldan [...] y que hace más atractivo cada programa, porque cada empresa es una entidad que está interesada [...] **en que el recurso está bien invertido y que está dando los resultados**” (Inversionista 6); “En nuestro caso, darnos la posibilidad de perder recursos no es una opción [...] podremos maniobrar en una rentabilidad [baja] porque eventualmente son recursos que están enfocados a apoyar procesos[...], **tal vez dejar de ganar un poco puede ser todavía un escenario en donde podemos movernos, pero no perder**” (Inversionista 9).

# 3

## Motivaciones

- a. Aprendizaje organizacional
- b. Movilización de recursos financieros con recursos innovadores
- c. Aumento de la incidencia social
- d. Fortalecimiento de redes



### 3. Motivaciones:

Los estudios que se han realizado sobre las motivaciones de los inversionistas sociales y los inversionistas de los BIS, en otras regiones del mundo, mencionan que la motivación principal de las organizaciones se encuentra asociada a la generación de impactos sociales (inversionistas *impact-first*) (Freiberg, Rogers & Serafeim, 2020). Esta motivación también se observa para el caso colombiano. Sin embargo, la investigación realizada desagrega esta motivación en otras específicas del contexto nacional y de las organizaciones inversionistas. A continuación, se exponen las razones principales que mencionan los representantes de estas organizaciones, para explicar su participación en los BIS. De manera coherente con las características expuestas en la sección anterior, estas motivaciones se alejan de los intereses de rentabilidad.

#### a. Aprendizaje organizacional: “Nuestra meta se llama aprender”

Una de las principales motivaciones que manifiestan los inversionistas BIS es el aprendizaje que obtienen sus organizaciones al vincularse con la estructura, actores y funcionamiento de estos mecanismos. La naturaleza innovadora de los BIS los convierte en una fuente de aprendizaje organizacional que es especialmente atrayente en asuntos como operar alianzas público-privadas y generar incentivos para la eficiencia de recursos públicos, al orientarlas al pago por resultados: “Hoy en día **nuestra meta se llama aprender, seguir aprendiendo el proceso**” (Inversionista 9); “**Sí había un interés genuino. Uno, de generar el impacto en empleo, dos: de aprendizaje**” (Inversionista 7). Esta motivación busca fortalecer las capacidades de la organización; en este sentido, los BIS difieren de otro tipo de inversiones, puesto que son instrumentos financieros en los que los inversionistas desean estar involucrados, más allá de solamente proveer el capital. Así, los datos arrojan que ser parte de los BIS es visto como una iniciativa que fomenta el aprendizaje organizacional en temas de innovación social, innovación financiera, pago por resultados y eficiencia en la operación, entre otros, temas que las organizaciones ven como claves para mejorar su operación, participar de proyectos internacionales, diversificar su operación.

En las entrevistas y diferentes interacciones con los inversionistas, esta fue la motivación más mencionada: “[La participación en los BIS] se justificó como un aprendizaje en ese mecanismo de pago por resultados. Realmente esa es la justificación que nosotros tenemos” (Inversionista 2); “Lo vimos como una gran oportunidad de **generar un saldo pedagógico importante para la organización, para trasladar ese aprendizaje a otras iniciativas que podamos desarrollar tanto desde la [organización] como en proyectos con aliados**” (Inversionista 5).

Esta motivación refleja la ya mencionada actitud frente al manejo del riesgo. El potencial de generación de capacidades es mayor que los peligros asociados a la inversión: “**si no nos va bien y no logramos la rentabilidad, por lo menos estamos aprendiendo cómo funcionan este tipo de programas, entonces, por supuesto que la evaluación financiera nos dio positiva**” (Inversionista 10). Curiosamente, a la motivación del aprendizaje institucional aluden los inversionistas para explicar dos escenarios diferentes. El primero, para participar de los BIS con el doble rol (de inversionista y de operador) y, de ese modo, obtener una experiencia más amplia: “**la [fundación] con esto ni gana ni pierde, pero al final lo que ganamos es en aprendizaje, en poder ser operadores del bono, en poder perfeccionar nuestro modelo, en crear este mecanismo innovador**” (Inversionista 11); “como el escenario positivo es maximizar el

aprendizaje [entonces una organización] que cubre diferentes roles, **maximiza la oportunidad de aprender** [...] esa es una de las motivaciones para involucrarse dentro de los bonos; es entender el rol, las consideraciones de cada una de esas perspectivas” (Inversionista 15). El segundo escenario es participar de los BIS solo como inversionistas y no perderse de los aprendizajes debido a los desafíos logísticos de actuar como operadores: “entendíamos que si éramos implementadores pues íbamos a estar simplemente ligados a unas metas, ligados a unos compromisos organizacionales que solíamos tener con cualquier grant de empoderamiento económico o de seguridad en económica y no íbamos a tener la posibilidad de aprender del modelo” (Inversionista 9).

Según los representantes de las inversionistas, este aprendizaje es importante para replicar modelos operativos y también para escalar el modelo y contribuir al fortalecimiento del ecosistema de impacto social: “Colombia es pionero a nivel mundial en ese tema, no sólo latinoamericano, sino a nivel mundial y creemos que es una de esas estructuras que deberían profundizarse más y por lo menos entender mejor. Y esa fue la verdadera motivación para que nosotros pudiéramos financiar esa meta” (Inversionista 8). De esta motivación se desprende lo que varias organizaciones denominaron “curiosidad organizacional”. Adicionalmente, el costo de aprendizaje estaba distribuido entre los diferentes actores de la implementación del BIS. Desde el pagador hasta el operador, pasando por el inversionista, estaban conscientes de estar en un proceso colectivo de aprendizaje, y esto generaba confianza frente al riesgo.

Para algunos inversionistas, la motivación de participar en los BIS fue la certeza de que iban a aprender y que esto se iba a reflejar en sus prácticas, en un proceso explícito de aprendizaje organizacional. Para otros, la aproximación fue de curiosidad. No estaban muy seguros de los beneficios tangibles de estos proyectos, pero debido a los actores involucrados y al creciente interés mundial en los BIS, quisieron apoyar, sin una idea clara de lo que se estaba formando: “Ensayar, aprender... ver algo diferente [...] porque no sabíamos de ahí qué iba a salir de verdad, por lo menos yo no lo tenía muy claro, pero el programa tiene que ser muy bueno...” (Inversionistas 12). Varias organizaciones decidieron invertir en un mecanismo novedoso, cuyos beneficios podrían ir más allá de los declarados (de impacto social, retornos financieros, innovación social, etc.) o ya identificados por parte de los diferentes actores. Además, al preguntarle a uno de los representantes entrevistados sobre si la organización invertiría en BIS, aunque no estuvieran directamente alineados con el corazón de su negocio, respondió: “yo por la [organización] **y la curiosidad institucional**, no podría decir que no [...] yo no lo descartaría para nada [...] Yo creo que ante una buena oportunidad con una buena reflexión de retorno también, pues no me extrañaría verlos sentados en una mesa para una reflexión” (Inversionista 7).

## **b. Movilización de recursos con instrumentos financieros innovadores: “Un gana-gana para todos”**

Para algunos inversionistas, la mayor motivación para participar en BIS, parte del interés en innovar en las opciones de movilización de recursos, tanto a nivel privado como público. Los inversionistas ven en los BIS una posibilidad de explorar alternativas y así respaldar la sostenibilidad financiera de otros proyectos, es decir, acompañar y diversificar la sostenibilidad financiera de sus iniciativas sociales. La estrategia de pago por resultados atrae a estas organizaciones, para el mantenimiento de sus operaciones: “Entonces para [la organización] es de interés, además de buscar sostenibilidad, [...] también **buscar fuentes de financiación diferentes que nos permitan ampliar la población que impactamos**” (Inversionista 7); “[...] es] 100% replicable, o sea el potencial que nosotros vemos es inmenso, uno poder apelar

*público en general, a una estrategia de blending finance, [...] nosotros ahí vemos la mayor parte del potencial de sostenibilidad, no sólo para la [la organización], sino para muchas entidades sin ánimo de lucro.” (Inversionista 11).*

Los BIS, como mecanismos innovadores, también se convierten en una motivación para aquellos inversionistas que buscan contribuir al fortalecimiento del ecosistema de innovación financiera y gestión pública: *“la fundación se denomina [...] un] laboratorio de innovación social, por lo tanto, en la medida en que nosotros veamos que haya nuevos instrumentos, nuevas estructuras que faciliten la llegada de nuevos inversionistas al ecosistema de impacto, sean productos, iniciativas y vehículos, van a ser bien vistos por la Fundación” (Inversionista 8).* Esta motivación es especialmente visible en las fundaciones de segundo nivel y en las corporaciones.

La cultura de medición de impacto, atada a los proyectos de pago por resultados y de los BIS, fue también una generadora de confianza: *“...que haya alguien que haga la apuesta, que diseñe el proyecto, y al final le paguen a uno por lo que obtuvo. Entonces yo creo que es un es un gana-gana para todos” (Inversionista 4).* Además de los aspectos que se desarrollan en las secciones 4a y 4b, sobre la importancia de la medición, ésta fue también una generadora de confianza que contribuyó a la decisión tomada por los inversionistas.

Sobre la movilización de recursos innovadores, es importante señalar que los BIS en Colombia han servido como plataforma para realizar ‘experimentos’ de financiación para las organizaciones. Ejemplo de esto es el caso de una de las organizaciones que, debido a que no contaban con el capital financiero suficiente para participar como inversionistas, optaron por un préstamo a través de una financiación colectiva (*crowdfunding*) de personas naturales. Esta iniciativa se pudo realizar gracias a la Plataforma A2censo, de La Bolsa de Valores de Colombia, que permite la financiación colaborativa de empresas colombianas, a través de inversionistas privados. Gracias a esta iniciativa, no sólo fue posible para esta entidad vincularse como inversionista, sino que se demostró la posibilidad de que participaran inversionistas privados y a personas naturales (de características y expectativas distintas a las de los inversionistas BIS), en estos proyectos. Se debe mencionar que esta iniciativa no ha sido replicada, pero establece un referente importante para el involucramiento de otros actores y el diseño de mecanismos innovadores de financiación.

Otro ejemplo de gestión innovadora de recursos fue el implementado por el Inversionista 9. Esta organización asumió un riesgo adicional al de otras organizaciones, al pedir aprobación de su junta directiva para invertir sus reservas en un Bono de Impacto Social. Posteriormente, tras el éxito del primer experimento, acudieron a una de las ramas de la misma organización en otro país, para que le prestaran los recursos para una segunda inversión, en un segundo bono. Para el Inversionista 9, ser parte del proceso con inversionistas de alto reconocimiento en el país era invaluable, como lo contó una de sus directivas: *“Ya había unos inversionistas importantes sobre la mesa. Nosotros sabíamos que podíamos eventualmente abrir la conversación con la Junta Directiva, pero que no íbamos a poder estar en el nivel de inversión de (los demás). Entonces buscamos estar en una posición un poco conservadora, manejando un volumen mínimo de inversión para ese momento”. Y añade, “para el (siguiente) bono sí hay una combinación de fuentes, ya traemos a una (fuente internacional) que nos da los recursos en efectivo para efectuar la inversión, pero nosotros ponemos los recursos en especie, de la persona que está a cargo del proceso y el tiempo que dedico a esto”.* En este caso, el Inversionista 9, siendo una fundación de primer piso, repitió inversión por la transferencia de conocimiento, por la posibilidad de implementar esa figura en su operación, para ser parte de la red de donantes de alto nivel y para acumular capital relacional con sus filiales en otros países.

### **c. Aumento de la incidencia social: “El impacto social es más grande que el financiero”**

Para los inversionistas de los BIS, la incidencia social y, particularmente el interés en los resultados en la población beneficiada más allá de los intereses financieros, es una de las motivaciones detrás de la decisión de participar en los Bonos de Impacto Social: *“Participamos en el evento de cierre de la primera etapa de CREO y allí conocimos beneficiarios del proyecto que compartieron los cambios positivos a nivel personal y familiar, el valor que representa tener un trabajo formal y digno, contar con seguridad social; eso, para el propósito de la fundación, tiene gran importancia”* (Inversionista 3). Esto también lo afirma, de manera contundente, uno de los representantes: **“El impacto social es más grande que el financiero”** (Inversionista 1). El método de pago por resultados (que condiciona los retornos financieros al cumplimiento de los indicadores trazados) y la coordinación entre inversionistas de alto impacto y de actores internacionales, se ven como garantías de incremento de la incidencia social: *“[Fue] todo un éxito, no solamente por la rentabilidad obtenida en su momento, sino por los logros, por los testimonios que vimos en las personas que impactó el programa, de cómo la gente salía feliz”* (Inversionista 4).

El impacto social, que ya era importante para las organizaciones, debido a su quehacer, se hizo más apremiante y movilizó incluso más su participación como inversionistas en el escenario de la pandemia: **“el marco de pandemia implicaba reacciones muy rápidas, ¿cierto? Entonces era un bono que se quería hacer muy corto y muy ágil, pero seguíamos montados en los mismos esquemas de lo público** (Inversionista 6); *“Ha sido retador poder implementar un proceso en un escenario pospandemia, cuando [...] es claro que las cosas no se han restablecido del todo, que sigue habiendo un escenario virtual importante, que hay unas necesidades económicas [...] que hacen que la población esté más que nunca afanada en los resultados del proceso, que es básicamente la vinculación laboral y que van a estar menos dispuestos a estar en procesos de formación de más largo tiempo.”* (Inversionista 9).

Incluso, para algunos inversionistas, la emergencia social que desencadenó el virus del Covid-19, fue decisoria para invertir, cuando no era claro el funcionamiento de los BIS: *“cuando llega la pandemia, [otra organización] nos invita a través de múltiples mecanismos que se dieron en su momento para poder generar parte de la reactivación económica [y] volver a generar empleo* (Inversionista 4); *“[En] un momento que fue tan crítico para el país, poder hacer una reflexión, **una contribución a una población que normalmente no hace parte de la población que atendemos”*** (Inversionista 5). Otras organizaciones decidieron invertir en generación de empleo como una contribución esencial en el escenario pospandemia, lo cual explica el incremento de inversionistas de un BIS a otro: *“obviamente, con empleo le pegamos perfecto, porque después de la pandemia ha sido uno de los temas más difíciles de recuperar y por eso nos han puesto mucha atención, podríamos haber escogido tal vez educación o podríamos otra cosa, pero se escogió empleo para personas vulnerables.”* (Inversionista 1).

## Zoom in: Crowdfunding para inversión de impacto

En el BIS III, la Fundación Juanfe jugó el rol de inversionista y operador el bono en conjunto con Comfama. El objeto del BIS III era generar oportunidades de empleo para 376 personas en situación de vulnerabilidad y pobreza con una retención de mínimo tres meses, como respuesta al impacto en el empleo generado por la pandemia. La organización decidió participar también como inversionista después de haber sido seleccionado como operador, por la posibilidad de aprender, de conocer la figura de bonos de impacto social y de poder implementarla más adelante en su operación como una estrategia de sostenibilidad financiera. Como la fundación no tenía el capital disponible para la inversión, decidió acudir a la figura de microfinanciación colaborativa o *crowdfunding* vía la plataforma A2censo de la Bolsa de Valores de Colombia. La emisión atrajo 164 inversionistas que compararon bonos por 300 millones de pesos en menos de 4 minutos. La rentabilidad ofrecida fue de 8% a un plazo de 1 año. Estos 300 millones representaron el 24% del total del BIS III, que tuvo recursos por 1,250 millones de pesos.

### Inversionistas del Bono III

- Fundación Bancolombia
- Fundación Fraternidad Medellín
- Comfama
- Fundación Sofía Pérez
- Fundación Juanfe

### Operadores

- Comfama y Fundación Juanfe

A2censo es una plataforma de microfinanciamiento estructurada para financiar las etapas tempranas de emprendimientos de alto impacto y crecimiento—*start-ups*. Los inversionistas que entran a la plataforma después de cumplir unas condiciones mínimas de capital o experiencia inversionista, pueden obtener un retorno a la inversión según el éxito del proyecto y los emprendedores pueden acceder a capital de trabajo distribuyendo el riesgo entre varios inversionistas. Los inversionistas pueden invertir desde 200.000 pesos colombianos en proyectos, teniendo un portafolio diversificado. Se trata de un mecanismo avalado por la Bolsa de Valores de Colombia y vigilado por la Superintendencia Financiera. A la fecha, la plataforma tiene más de 10,000 inversionistas que han realizado en promedio aproximadamente 5 transacciones por inversionista para un valor de 68,783 millones de pesos a abril de 2023. Con la participación por parte de la Juanfe en A2censo, la plataforma se estrenó como potencial financiador de programas de impacto ESG.

## d. Fortalecimiento de redes: “No queremos seguir haciendo las cosas nosotros solos”

La otra motivación que llevó a las organizaciones a interesarse en participar como inversionistas en estos contratos de pago por resultados, fue la posibilidad de mantener su conexión dentro de la red de actores de alto impacto o de aumentarla: “Entonces, fue una llamada con una respuesta muy rápida y **con la tranquilidad de estar ya trabajando en otros proyectos**, que ellos conocieran la gestión que [desarrollábamos]” (Inversionista 5), “nosotros tenemos una relación muy, muy estrecha con [...] el equipo de trabajo y ellos son grandes financiadores” (Inversionista 1). En este punto es necesario mencionar el rol de los inversionistas del primer bono, los inversionistas ancla, hicieron posibles los BIS en Colombia y que gracias a su participación, fortalecieron la confianza e incentivaron a que otras entidades invirtieran en los posteriores bonos: “vamos a hacer una innovación: ‘Venga y se juntan, venga nos ayudan’; ellos hablaron de a tres inversionistas ancla, que se mantuvieron en el segundo y, además, trajeron a tres nuevos” (Inversionista 1). En este sentido, la confianza “encontrarnos con las organizaciones participantes, fue una garantía de seriedad de este proyecto”. Inversionista 3). Además, la alineación en los temas y formas de trabajo fueron determinantes en la participación de estas organizaciones inversionistas, en especial al conocer los riesgos que traía la operación de estos proyectos: “... es que éramos todos conocidos, amigos, impecables; [...] se llega a meter a alguien que no cumpla y pues es que no: ni entra, [...] **todos tenemos que ser unos jugadores impecables para que esto funcione** porque durante el camino nos pasó de todo” (Inversionista 1).

Este trabajo coordinado también fue una motivación para fortalecer las redes, con miras a beneficiarse de ellas y como vía hacia la creación de la infraestructura necesaria para escalar estos proyectos: “porque queremos trabajar también con terceros, **no queremos seguir haciendo las cosas nosotros solos**, si no queremos [...] buscar expertos también y dinamizar el ecosistema.” (Inversionista 2); “hemos podido ver que, a medida que han evolucionado los bonos, **han llegado más aliados** y eso en un nicho, [...] el sector filantrópico social en Colombia es muy importante” (Inversionista 20). Además, la red que se gestaba no sólo involucraba inversionistas, sino a los operadores: “**nos daba mucha confianza el operador porque** [...] antes de nosotros decir el sí, [tuvimos] lecciones aprendidas con [las organizaciones involucradas]: ¡qué clase de bonos impacto social ‘para dummies’ nos dieron!, [...] entonces, al ser [el operador] un aliado para retener en tantos temas nos da mucha tranquilidad” (Inversionista 4).

# 4

## Expectativas

a. Inversión social

b. Inversión de impacto



## 4. Expectativas:

Para las organizaciones inversionistas de los Bonos de Impacto Social en Colombia las expectativas, es decir, el retorno esperado una vez invirtieron, estuvo en la concepción del proyecto como inversión social y como inversión de impacto, pero no como inversión financiera exclusivamente. Ninguna de estas organizaciones ve los BIS como un mecanismo de inversión financiera tradicional. De hecho, como se explicaba en la sección de características, el análisis de riesgo financiero tendía a ser poco exhaustivo y la decisión se basaba en la motivación de contribuir a la incidencia social.

### a. Inversión social: “Ese impacto social hay que medirlo”

El retorno social de la inversión fue la única expectativa de la mayoría de las organizaciones (inversionistas *impact-first*): *“más allá del [riesgo de] no retorno de la inversión, lo que uno realmente espera con este tipo con este tipo de proyectos o con este tipo de mecanismos de financiación es que realmente se logre un impacto y una transformación”* (Inversionista 14). Como indican sus características, son organizaciones sin ánimo de lucro, cuyas expectativas están relacionadas con los indicadores de impacto social: *“nunca ha sido una motivación la rentabilidad, [...] la rentabilidad social es la motivación de emplear personas y que al final del cuento el Gobierno pague por el programa social”* (Inversionista 4). El interés por cuantificar y visibilizar el impacto social de las acciones hace que los inversionistas en BIS se familiaricen con los métodos que buscan medir el valor de sus actividades con enfoque social. Lo cual, tradicionalmente, no se refleja en indicadores: **“Ese impacto social hay que medirlo, no importa si no es ganancia, es más, no importa si no hay recuperación de la inversión, entonces es una conversación nueva que hemos propuesto y que yo creo que vale la pena seguir fomentando y fortaleciendo”** (Inversionista 5); *“yo miro el impacto estructural que genera cualquier inversión, para mí, cualquier inversión social, si transforma vidas [...] eso es lo que yo miro, más que todo”* (Inversionista 4). Se reconoce, además, que la medición del impacto es garantía de la competitividad de los proyectos: *“cuando el pago está ligado justamente al resultado, [...] eso implica tener unos procesos de presupuestación, muy afinados, porque tú no puedes, después de haber cobrado por monto por cada persona, por cada métrica, cambiar el valor.”* (Inversionista 9). No obstante, la inversión social, a través de estos mecanismos ha evolucionado y para otras organizaciones la inversión de impacto, es decir, aquella que, además de los beneficios sociales, contiene retornos económicos es una estrategia que adquiere importancia.

### b. Inversión de impacto: “Un buen ejercicio de inversión social debería traer un retorno”

Los BIS realizados en Colombia, además de ser inherentemente de impacto, se han convertido para las organizaciones en herramientas que les ayudan a volcar sus estrategias hacia inversiones sociales. Estas organizaciones tienen la expectativa de mantener la incidencia social, pero con los ajustes necesarios para que la estructura financiera sea suficientemente sofisticada y que haya retornos monetarios, que permitan su sostenibilidad a nivel organizacional o que puedan ser reinvertidos: **“Un buen ejercicio de inversión social debería traer un retorno, el mismo que sería utilizado para reinvertir en nuevos proyectos sociales”** (Inversionista 3); *“Yo creo [que] la rentabilidad es importante, pero no es como el driver per se, es el conjunto: rentabilidad e impacto, porque si tú quieres solo rentabilidad pues no necesariamente buscas este, este mecanismo”* (Inversionista 20). Esto indica cómo los

inversionistas BIS en Colombia pueden convertirse en catalizadores de la transformación del sector financiero: *“propusimos una conversación muy valiosa y es [que], normalmente en este tipo de inversiones, lo financiero no es parte de la conversación, entonces yo creo que a ellos también les sorprendió que nosotros llegáramos con una estructura financiera y con una rentabilidad, porque normalmente las empresas que invierten en eso no están esperando ganancias sino un foco y el foco era activar el empleo en Antioquia y para nosotros también, pero [nosotros] cada vez estamos haciendo [esto] más fuerte por temas de sostenibilidad y de eso venimos hablando mucho en los últimos días, y es que todos esos programas tienen que tener una estructura financiera”* (Inversionista 6).

Sobre estas transformaciones, para el modelo de impacto social, no solo deberían ser inversionistas las entidades sin ánimo de lucro, sino que las organizaciones privadas e, incluso, las personas naturales entrarían a ser parte de proyectos sociales, como alternativa a los instrumentos financieros tradicionales: *“cuando yo voy a definir dónde poner los huevitos en la canasta, dónde voy a invertir sería súper chévere que una parte de mis huevitos estuvieran en una canasta que genere impacto social, yo sí quiero rentabilidad porque a mí me interesa que me dé una rentabilidad mínima [...] y en vez de yo dejar la plata en mi cuenta corriente, en mi cuenta de ahorros, invertir en un proyecto como estos”* (Inversionista 11). Así, la generación de capacidades, la reducción de la pobreza, entre otros, se pueden convertir en retornos financieros, con posibilidad de ser justificados ante tomadores de decisión dentro de la organización, aunque sea un tipo de proyecto, que no esté directamente alineado con el corazón de negocio (esto, en especial, para las fundaciones de segundo piso).

Además, estos mecanismos plantean la posibilidad de dinamizar el tercer sector, de tal manera que estas organizaciones adquieran mayores capacidades y una connotación que se adapte al ecosistema de impacto: *“queríamos realmente partir la historia, sobre todo [porque] le estábamos abriendo camino a otras entidades sin ánimo de lucro y vamos a dar una lección a nivel nacional [en relación a] que **las entidades sin ánimo de lucro sí podemos dar resultados**, que nosotros sí podemos generar un TIR no sólo social, sino también económico”* (Inversionista 1). El cambio, desde las expectativas, que se da a través de los BIS, constituye la posibilidad de cuantificar los beneficios sociales; incluso, en algunos casos, traducirlos a impacto económico: *“Lo que buscamos es eso, es tratar de monetizar esos impactos, para que la toma de decisiones no se dé solamente desde el punto de vista financiero, sino que tengamos en cuenta todos los beneficios”* (Inversionista 13).

La Tasa Interna de Retorno (TIR) es uno de los criterios más importantes que utilizan los inversionistas para evaluar el desempeño de una inversión y el riesgo asociado a esta. Para el caso de los primeros BIS en Colombia, la Tasa Interna de Retorno no jugó un papel determinante para tomar la decisión de participar en estos instrumentos y son varias las razones. La discusión financiera frente a la Tasa Interna de Retorno esperada por los inversionistas estuvo muy limitada y pocos inversionistas se encontraban interesados o enterados sobre cómo debía estimarse este retorno. En algunos casos, los inversionistas solo estaban interesados en que les devolvieran el capital invertido, así este no estuviera acompañado de un retorno. Indiscutiblemente, por la naturaleza filantrópica que caracteriza a los inversionistas actuales, el tema financiero no pudo ser explorado con mayor profundidad en este estudio. Para el caso de algunos inversionistas, la TIR que esperaban recibir era entre el 8% - 9% con un cap (límite superior al tipo de interés) del 10%. De acuerdo con lo relatado, esta estimación la proporcionaba principalmente el intermediario, que tenía un manejo contable de los flujos que debían desembolsarse y las fechas en las cuales se harían estos pagos. Para la época en la cual se realizó el trabajo de campo, algunas fundaciones habían reinvertido los flujos recibidos en un siguiente bono, que aún estaba en proceso de

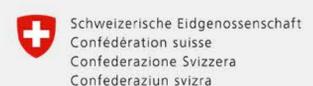
ejecución y, por lo tanto, no había datos suficientes que permitieran realizar una estimación o no se habían realizado los pagos en su totalidad. Por ello, no era posible calcular la TIR. En otros casos, el inversionista recibía un reporte de los requerimientos de capital porque la inversión no se realizaba toda en un 100%, sino que el intermediario iba pidiendo los flujos a medida que los iba demandando el proyecto. Es así como un análisis financiero más profundo sobre el costo de capital de los recursos, la Tasa de Retorno que deben recibir los inversionistas y la medición de impacto que generan estos proyectos en la sociedad, debe ser desarrollada en futuras investigaciones, enfocadas en el análisis de dichos instrumentos para inversionistas de impacto.

5

# Lecciones aprendidas



Un programa de:



Embajada de Suiza en Colombia  
Cooperación Económica y Desarrollo (SECO)

## 5. Lecciones aprendidas:

A febrero de 2023, en Colombia se han realizado cuatro Bonos de Impacto Social. La continuidad que han tenido estas iniciativas y los resultados obtenidos muestran las fortalezas del diseño, manejo y participantes de los bonos. Es necesario, entonces, conocer las lecciones aprendidas que plantean los inversionistas y que muestran oportunidades y retos para mejorar la experiencia inversionista en este mecanismo y el funcionamiento de los BIS en general.

En primer lugar, **el contexto económico y político de los bonos que surge de los cambios en políticas cambiarias y en la incertidumbre política**, pueden reducir la rentabilidad y eficiencia de los bonos: “[esta es] una categoría de riesgo que está asociada a lo político, a las transiciones, por ejemplo, de las administraciones o cambios de gobierno que puedan implicar una falta de compromiso del Estado con los acuerdos pactados en otras instancias” (Inversionista 15). La lección aprendida en este frente (a pesar de que es un riesgo difícil de mitigar, ya que corresponde a fuerzas complejas de carácter externo), se da en la consciencia sobre la importancia de implementar estrategias en bloque, para influir positivamente en la toma de decisiones políticas que favorezcan la conservación de iniciativas público-privadas, para el beneficio de la sociedad: “estas alianzas son ganadoras, son alianzas público-privadas, en las que hay que fortalecernos, en las que hay que trabajar muchísimo más y que tienen un impacto más alto” (Inversionista 3). Otra propuesta de actuación sería ajustar el diseño de los BIS para que refleje estas condiciones: “[ajustar] la metodología que estemos usando a la hora de implementar los procesos [para] vincular procesos adicionales, como contexto migratorio, conflicto, contexto de conflicto armado [...] le vamos también incorporando nuevas realidades al modelo y abordando técnicamente [...] esas diferentes miradas, diferentes públicos y diferentes afectaciones que estamos teniendo en el territorio” (Inversionista 9).

En segundo lugar, las lecciones están relacionadas con los riesgos que limitan la participación de los inversionistas, debido a diferentes condiciones: unas están relacionadas con la pérdida del capital invertido (para quienes son sólo inversionistas) y otras con dificultades en la consecución de recursos para BIS o para sus operaciones (para quienes actúan también como operadores). Las lecciones aprendidas del riesgo de cumplimiento de las metas por parte de los operadores, es la más mencionada por los inversionistas BIS: “Para muchos inversionistas creo que definitivamente el riesgo es el no retorno de la inversión que puede impactar o afectar la sostenibilidad o escalabilidad del programa, y la iniciativa y de sus inversiones” (Inversionista 14). También hubo dificultades en la planeación de los tiempos y recursos necesarios y cómo esto se refleja en el diseño de los bonos y los costos de los operadores que, aunque no impidieron sacar a adelante las iniciativas, sí muestran la importancia de seguir pensando mecanismos para mejorarlas. Es decir, pese a existir una alta probabilidad de materializarse los riesgos de capital, el fin intencionado del uso de BIS matiza la expectativa natural de mayor riesgo - mayor ganancia, y el riesgo se internaliza como parte de la operación. Es de notar que el riesgo atado a la corrupción o a la falta de transparencia no ha sido, hasta el momento, un factor presente en la valoración que hicieron los inversionistas a la hora de comprometer sus recursos con los BIS.

La experiencia muestra que los riesgos de operación podrían minimizarse a medida que se realizan más BIS, gracias a las capacidades creadas en las primeras iniciativas. Ahora, esta experiencia acumulada, no necesariamente reduce los riesgos financieros y particularmente, los externos. Por eso, una de las personas entrevistadas resalta las ventajas de tener el doble rol de inversionista y operador: “[Hubo] economías de escala que permitieron el primer bono, hicimos unas inversiones [...] que ya no teníamos que volver a hacer en el segundo, eso nos permitió [...] impactar] una cantidad de personas más alta [...] porque] que ya teníamos un

*proceso afinado; también es la ganancia de que un mismo operador continúe.” (Inversionista 5). Es importante tener en cuenta esta naturaleza dual de muchas de las organizaciones (inversionistas y operadores), haciendo que las experiencias de cada rol sean difíciles de separar. Pero los representantes coinciden en que, lejos de implicar un problema para la ejecución o los resultados del proyecto, la lección aprendida es que **haber participado en ambos roles facilitó su comprensión de las diferentes dinámicas y retos del día a día de un BIS**: “En cuanto a las ventajas y desventajas que puede haber en el hecho de que una misma empresa tenga el doble rol, inversionista y operador, yo creo que allí el tema es de ser juez y parte, ¿no? realmente creo que es algo que da mucha tranquilidad” (Inversionista 14)*

Otra lección aprendida sobre la vinculación de los inversionistas a los BIS es la heterogeneidad en las características de las organizaciones, que hace que el monto invertido tuviera una importancia relativa muy diferente para cada entidad, según su capacidad financiera. Estas asimetrías generan limitaciones en cuanto a la decisión de invertir, debido a la agilidad que ha caracterizado a estos mecanismos en Colombia (que dificulta la capacidad de recaudar los fondos): para muchas organizaciones la continuidad en otros Bonos de Impacto Social no fue posible, pues los montos requeridos sobrepasaban su capacidad económica: “[Hay] **limitaciones económicas del capital inicial alto** [para] un inversionista que no pueda dar esos capitales de trabajo tan altos” (Inversionista 17). Además, esta situación se relaciona con otra limitación: el costo de oportunidad que generan las inversiones. Los inversionistas se ven en la disyuntiva de invertir recursos en los BIS o destinarlos a las funciones y programas que habitualmente realiza la organización y que ha planeado según sus objetivos misionales. Ambas circunstancias imposibilitan el aprovechamiento de las capacidades instaladas en los BIS, gracias a las experiencias anteriores. Una manera de hacer frente a este reto es **continuar apoyando las alternativas de financiamiento mixto** (*blended finance*), que se han dado en los Bonos de Impacto Social, para así compensar requerimientos de capital y no sacrificar el rol de inversionistas que, aunque de menores cuantías, aportan a la diversificación y a la generación de capacidades en el ecosistema de impacto social.

De manera contrastante a la heterogeneidad de las organizaciones, también aparece la escasa diversidad en cuanto a la naturaleza de estas entidades (que tienen en común ser sin ánimo de lucro y que su naturaleza jurídica restringe su operación para la repartición de utilidades y, de igual manera, el involucramiento de otros actores). La lección aprendida más importante en la consecución de recursos destinados a Bonos de Impacto Social en Colombia es que **urgan mecanismos de atracción de otro tipo de organizaciones inversionistas del sector privado** e incluso de personas naturales (tal como se hizo a través de la plataforma A2censo), con mayor músculo financiero y capacidades de gestión. Para esto, se destacan algunas acciones fundamentales. Primero, es necesario aumentar el nivel de visibilidad que tienen los bonos: “a veces cuando uno conversa con muchos actores del ecosistema social y les cuenta que está participando en este tipo de mecanismos dicen: ‘Ven, ¿pero cómo así?, cuéntame dónde puedo encontrar más información’; entonces yo sí creo que una de las barreras en este momento es que todavía no hay una divulgación” (Inversionista 14).

Esta visibilidad es necesaria hacia el tercer sector e, igualmente, hacia otro tipo de actores. Lo cierto es que, los retos de alcance de las contribuciones financieras también podrían apalancarse haciendo esfuerzos por nutrir al equipo inversionista de empresas privadas y de más organizaciones sin ánimo de lucro. Como lo manifiesta uno de los representantes: “yo creo que [...] **hay todavía un muy buen margen de poder vincular más fundaciones, pero también vincular empresas** que quieran apostarle a este tipo de mecanismos y que dentro de sus asuntos corporativos o dentro de sus asuntos materiales pueden encontrar [...] una oportunidad para desarrollar sus acciones y sus programas” (Inversionista 14).

Segundo, se requiere tener una mayor claridad sobre cómo se valora este tipo de activos, para que los corporativos estén interesados en invertir en él. Por un lado, de manera financiera: *“Si se quiere escalar y atraer todo tipo de inversionistas, **la rentabilidad tiene que ser una conversación sobre la mesa** y [discutir] cómo de alguna forma se garantiza o se minimiza el riesgo de pérdida incluso del capital o de no tener la rentabilidad esperada”* (Inversionista 18). Por otro lado, en el modelo operativo, resulta de importante valor la lección aprendida de uno de los participantes: *“Al final se trata de que cada organización aprenda cuál debe ser el modelo idóneo. Yo siento que aquí no hay una fórmula única, pero que sí hay una **identificación de buenas prácticas que pueden ser replicadas y que incluso pueden mejorar la gestión de esas organizaciones más allá del bono de impacto.**”* (Inversionista 9).

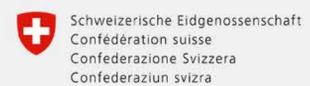
La tecnificación del diseño del bono no es garantía para que participen otros inversionistas, en especial en un escenario como el actual en el que el impacto social, que involucra una mirada más que financiera. Para que los BIS respondan a los requerimientos de otro tipo de inversionistas, es necesario que dichos ajustes de la estructura provengan de diálogos y trabajos conjuntos para conocerlos: *“**abrir la posibilidad de esos frentes donde pudiésemos escuchar cuáles son esas necesidades de los inversionistas, con respecto a sus frentes de trabajo, a sus intereses, a sus metas estratégicas y a sus proyectos en el largo plazo**”* (Inversionista 14). Estas discusiones sobre las lecciones aprendidas desencadenan la necesidad de aunar esfuerzos para la escalabilidad de estas iniciativas.

# 6

## Escalabilidad



Un programa de:



Embajada de Suiza en Colombia  
Cooperación Económica y Desarrollo (SECO)

## 6. Escalabilidad:

Pese a los beneficios, en términos sociales que implican los BIS, la experiencia de los cuatro BIS que se han estructurado y operado en Colombia, a febrero de 2023, sugiere que estos han cubierto un número limitado de beneficiarios, por lo que son necesarios esfuerzos para aumentar su incidencia. Esto también lo perciben los inversionistas: *“Tenemos que hacer unos bonos mucho más retadores en cuanto a número de personas, porque la verdad es que no hay mejor forma de sacar a una persona de su círculo de pobreza que [consiguiendo] empleo.”* (Inversionista 4).

De acuerdo con un estudio de Brookings Institution, se encontró que 25 de los 38 BIS analizados atienden poblaciones iguales o menores a mil beneficiarios (Gustafsson, Gardner & Putcha, 2015). Adicionalmente, los costos asociados al diseño de los mecanismos, así como los costos derivados de la ejecución y el proceso de verificación, constituyen una barrera importante para la escalabilidad de las intervenciones sociales. Lo anterior no es necesariamente un problema, si se considera que algunas problemáticas sociales afectan en diferente medida a grupos específicos de la población. Además, la escalabilidad es un término relativo que puede tener múltiples interpretaciones, por lo que no debe medirse en términos cuantitativos, tales como el número de beneficiarios atendidos, sino también en términos cualitativos como, por ejemplo, la profundidad y calidad del impacto logrado (OCDE, 2016).

Por otro lado, los inversionistas pioneros de los BIS en Colombia han valorado este tipo de innovaciones por la capacidad de apalancar recursos públicos a través de las alianzas público-privadas, para contribuir al desarrollo de un programa social como es el caso de los programas de empleo. Sin embargo, la escalabilidad y replicabilidad para participar en los BIS, requiere de la existencia de un modelo de negocio basado en la sostenibilidad de los recursos, de tal forma que la discusión financiera tome más relevancia y se analice la relación riesgo-retorno-impacto, que puede ser importante para atraer a otros inversionistas que, además del retorno social y la filantropía, estén interesados en el retorno financiero que se pueda obtener de estas inversiones. Para el caso de Colombia, se hace necesario realizar una identificación de los inversionistas de impacto que quieran apostarle a participar en este tipo de mecanismos y los encuentren atractivos para generar un impacto positivo en la sociedad, pero que también puedan obtener un retorno financiero de la inversión.

En línea con lo anterior, la capacidad de vincular nuevos inversionistas permitirá consolidar un ecosistema más sólido y explorar la creación de otros instrumentos de financiación apalancados en capital privado. Por ejemplo, se hace necesario analizar cómo otros actores, incluida la industria financiera, pueden vincularse a este mecanismo innovador y promisorio para el desarrollo de programas sociales.

Otro elemento para considerar dentro del escalamiento y crecimiento de los BIS es la inclusión de otros sectores que promuevan el desarrollo sostenible y donde los resultados sean difíciles de medir y de alcanzar. Para el caso de Colombia se han identificado algunas problemáticas sociales, relacionadas con la primera infancia, la nutrición, la educación rural, etc. Los inversionistas, durante las sesiones de trabajo conjunto, destacaron algunos de estos temas: *“microcrédito [...para] mejores resultados en el emprendimiento”* (Inversionista 16); *“educación infantil, desempleo, salud, educación, cultura y emprendimiento. Creemos que los BIS pueden [...] contribuir ] a las brechas en temas sociales y socioeconómicos”* (Inversionistas 17); *educación y bilingüismo “ movilizar [...] esas barreras que hoy enfrentan los jóvenes para permanecer en las trayectorias educativas”* (Inversionista 14), *“un bono de*

*bilingüismo que tenga resultados muy rápido, por ejemplo en territorio y que los jóvenes puedan acceder a oportunidades de trabajo bilingüe en los en unos cortos tiempos, por las brechas que tenemos aquí y en el país en general” (Inversionista 18).* Estos sectores ayudarían a impulsar la Agenda de Desarrollo 2030. La Tabla 3 agrupa los temas que las organizaciones inversionistas sugieren, para ser tenidos en cuenta en la implementación de BIS en otros sectores y los relaciona con algunos de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas (aunque sus potenciales contribuciones no se limitan a un solo ODS por la naturaleza sistemática de la agenda).

**Tabla 3:** Temas sugeridos para escalar los BIS a otros sectores en Colombia.

1: Fin de la pobreza	ODS 2: Hambre cero	ODS 4: Educación de calidad y ODS 10: reducción de las desigualdades	ODS 8: Trabajo decente y crecimiento económico
Microcrédito	Nutrición Nutrición infantil Agricultura Encadenamientos productivos	Educación rural Educación infantil Educación superior Bilingüismo Cultura	Empleo Emprendimiento

**Fuente:** Elaboración propia.

De acuerdo con el análisis del caso de los inversionistas de impacto social en Colombia, a continuación, se describen mecanismos puntuales que resultan relevantes para lograr el crecimiento del ecosistema BIS:

**Sistematización de experiencias y datos públicos:** Contar con redes o plataformas de información que permitan, de forma estandarizada, comparar datos, puede ser determinante para los futuros inversionistas. En las bases de datos de consulta sobre Bonos de Impacto Social (Impact Bond Dataset, Social Finance UK y U.S), se reporta información diferente y persisten vacíos que potencialmente podrían generar asimetrías de información para los actores del ecosistema. En Colombia es necesario seguir construyendo un marco de interoperabilidad, con el propósito de identificar necesidades sociales que generen incentivos para el gobierno y para privados. Esto implica, realizar una trazabilidad en tiempo real de las metas propuestas en los programas en curso, identificar fallas en el proceso, y facilitar la toma de decisiones informadas y oportunas.

**Tamaño del ticket:** La escalabilidad de los BIS no se logra atrayendo un mayor número de actores al ecosistema. Otra alternativa a explorar es aumentar el tamaño del *ticket* o la cantidad de dinero con la que los inversionistas participan. En los BIS llevados a cabo en Colombia, los *tickets* representan un porcentaje relativamente bajo del patrimonio de los inversionistas, por lo que conseguir un mayor aporte de capital, con igual número de inversionistas, aumentaría la magnitud de la intervención y el impacto esperado.

**Caracterización financiera de los BIS:** ¿Podrían caracterizarse los BIS dentro de una financiación estructurada? Para poder atraer otros inversionistas y ampliar el mercado, se hace vital una caracterización, no sólo del instrumento actual, sino de los potenciales inversionistas que estarían interesados en él. En Colombia se identifican inversionistas que buscan un impacto social (como las fundaciones) y de otro lado, inversionistas que buscan un retorno financiero (como los inversionistas privados). Se hace necesario encontrar aquellos que están en la intersección: que buscan un impacto social positivo, pero también esperan un retorno financiero, denominados inversionistas de impacto, para hacer eficiente la búsqueda de recursos. Estos inversionistas de impacto no están solo interesados en maximizar la relación riesgo-rendimiento, sino riesgo-rendimiento - impacto.

Sin embargo, sin una identificación apropiada de los riesgos que enfrenta un inversionista por disponer sus recursos en estos instrumentos, y la estimación de una tasa de retorno ajustada por el nivel de riesgo que asume, resulta indispensable realizar una correcta valoración de estos activos.

Por ejemplo, al ser los BIS un contrato de pago por resultados, estos bien podrían asemejarse a la figura financiera de *project finance*, el cual es un modelo financiero utilizado para el financiamiento de megaproyectos de inversión. De acuerdo con Finnerty (1998), el *project finance* se define como la obtención de fondos para financiar un proyecto de inversión de capital económicamente separable, en el que los proveedores de los fondos consideran de manera primordial al flujo de efectivo del proyecto, como el origen de los fondos para el servicio de sus préstamos y el rendimiento del capital invertido en el proyecto. Así, la rentabilidad del proyecto será clave para determinar qué tan atractivo es para los inversionistas, de tal manera que se pueda confiar en los flujos de caja proyectados y que estos permitan asegurar el financiamiento del proyecto, maximizar los beneficios y asignar el riesgo de la manera adecuada (Bío-bío, 2015). El establecimiento de los flujos de caja futuros sería la base para la estimación de la Tasa Interna de Retorno (TIR) del inversionista; de ahí la importancia de estimar adecuadamente el tiempo y magnitud de la ocurrencia de estos flujos.

Existen también otros mecanismos como el emprendimiento social, la inversión en capital semilla, la filantropía de riesgo (*venture philanthropy*), entre otros, cuyo enfoque se basa en la financiación de iniciativas que buscan un impacto social o ambiental. Lo importante es definir el mecanismo que deben implementar los BIS

de tal forma que haya un mercado y potencial demanda por parte de inversionistas privados, empresariales, institucionales, etc.

**Valoración de riesgos:** La variable riesgo aún permanece ausente en el ecosistema BIS, por lo cual hoy es difícil la estimación del valor en riesgo del capital de un inversionista BIS, mediante metodologías financieramente tradicionales. El riesgo es una variable importante que los inversionistas consideran en cualquier decisión de inversión, por tanto, se hace necesario desarrollar y estandarizar una variable de riesgo para los BIS. No obstante, el riesgo que asumen los inversionistas al participar en un mecanismo BIS podría ser mitigado, por ejemplo, por el uso de garantías o constitución de fondos por parte de organizaciones filantrópicas o cooperantes. Así mismo y ante la ausencia de suficientes datos, el uso de variables cualitativas que reflejen la probabilidad de alcanzar los resultados emerge como una alternativa a explorar.

Si bien los BIS no son técnicamente un instrumento financiero de deuda como otros bonos, existen algunos riesgos para los inversionistas, que pueden afectar el retorno esperado de su inversión, los cuales deberían ser identificados y cuantificados en la fase de estructuración y diseño del BIS. Estos son:

- **Riesgo de ejecución:** Viene dado por el hecho de que el contrato no se ejecute en las condiciones inicialmente pactadas, lo que puede llevar a retrasos en los pagos, afectando con ello el retorno esperado por el inversionista. En este caso, cada proyecto podría considerar el uso de seguros o pólizas que mitiguen el riesgo, cuando ocurre una interrupción en la operación y que sean necesarios recursos para devolver el proyecto a su condición operable.
- **Riesgo político:** Los eventos políticos imprevistos o la inestabilidad en la región donde se ejecuta el contrato, también pueden afectar negativamente el desempeño de este. Así, para mitigar este riesgo, se puede tener en cuenta que el tiempo de vencimiento del BIS sea dentro de un mismo período electoral.
- **Riesgo de mercado:** Las condiciones económicas y de mercado (oferta o demanda), pueden variar originando un cambio en los precios del bien o servicios sobre el cual se realiza el contrato de pago por resultados. Considerar el impacto que pudieran tener las condiciones macroeconómicas en el diseño de los BIS, podría generar menor preocupación a los inversionistas, como el caso de Argentina donde los riesgos de inflación se integraron en el diseño ajustando el precio de los pagos futuros, de acuerdo con un índice específico.
- **Riesgo legal o regulatorio:** Cambios en las leyes, producto de reformas, podrían generar pérdidas para los inversionistas

**Innovación social:** Explorar intervenciones innovadoras que involucren a actores del sistema de impacto social. Por ejemplo, implementar contratos de pago por resultados, que no necesariamente estén diseñados bajo la compleja estructura de BIS que, si bien permite buenos resultados, puede ser desafiante para proyectos más

pequeños o para organizaciones con capacidades limitadas: *“Este modelo puede inspirar a que entre las Fundaciones gestemos proyectos similares que impacten desafíos sociales como la vivienda, el emprendimiento, entre otros”* (Inversionista 3). Además, se podrían considerar pagos no solo por resultados sino también por aquellas prácticas que permitan avanzar en innovaciones sociales y que sean escalables.

**Formación y creación de capacidades:** La creación de capacidades es uno de los beneficios más importantes asociados a estos mecanismos de pago por resultados, que aún requieren ser valorados dentro de los beneficios que se derivan de participar en ellos. Esto permitirá la creación de procesos y proyectos más consolidados, aprovechando economías de escala y potencializando líderes, que, apalancados en estos aprendizajes, puedan generar cada vez mayores impactos, ampliando su cobertura y estrategia. De esta manera, se genera el **desarrollo de multi-BIS**. En la medida en que un mismo actor desarrolle, paralela o continuamente, uno o más proyectos BIS, se generarán economías de escala dentro de su organización, eficiencias en los costos de operación y validación de resultados, en paralelo.

**Simplicidad operativa:** Diseñar un modelo más sencillo, donde se presentan eficiencias transaccionales y operativas, puede llevar a que más actores estén interesados en pertenecer a este ecosistema innovador y disruptivo de financiación basado en resultados: *“lo que buscamos es que el instrumento, se normalice, se estandarice y que pueda tener distintos jugadores que no han entrado al mercado, aún.”* (Inversionista 8)

**Modelo de gobernanza:** La definición de un modelo de gobernanza se hace necesario para que estén claramente definidas las funciones y roles de los diferentes actores, así como los procesos que guían la ejecución de un nuevo proyecto, de tal manera que se tenga un mismo lenguaje respecto a las metas y los resultados que se buscan alcanzar. Una forma de lograr esto sería: *“el acompañamiento y el relacionamiento entre inversionistas y operadores, de alguna forma allí los inversionistas pueden hacerle seguimiento a cómo va la operación de cara a obtener los resultados”*. (Inversionista 19).

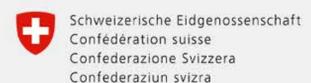
**Encadenamientos:** Sería importante vincular estos mecanismos a iniciativas que conecten a diferentes actores de la cadena de valor, incluyendo a las organizaciones inversionistas, lo que favorecería resultados hacia una población beneficiaria y generaría eficiencias en la producción, financiación e impacto: *“nos gustaría no solamente invertir en el fondo y luego obtener el retorno como tal de esos recursos que son reembolsables. Sino tener a los jóvenes que fueron beneficiados, por el desarrollo de capacidades, en nuestra cadena de valor”* (Inversionistas 2); *“hablamos también de la posibilidad de tener un trabajo con pequeños productores y encadenamientos productivos, o conexiones comerciales de pequeños productores”* (Inversionista 18).

7

# Conclusiones



Un programa de:



Embajada de Suiza en Colombia  
Cooperación Económica y Desarrollo (SECO)

## 7. Conclusiones:

Al estudiar el caso de los inversionistas de los Bonos de Impacto Social en Colombia, es posible ver un grupo de organizaciones de orientación hacia la incidencia social, que se han vinculado a un instrumento innovador de gestión pública y de recursos privados en favor de la generación de empleo. De allí se identifica que, a pesar de las diferencias operativas y de tamaño, comparten características tanto constitutivas, como de adaptación estratégica para participar de los BIS. Estas organizaciones tienen en común temas de interés como la innovación, la generación de capacidades y la atención a población en estado de vulnerabilidad. Además, incluso si los temas de los BIS no están directamente relacionados con sus actividades operativas, sí lo está con el corazón de su negocio, que es el de generar valor en el ecosistema de impacto social. Otra característica de estas organizaciones es que han modificado su estrategia y consecuentemente su gestión de recursos e interacción con el entorno para apalancar una filantropía estratégica útil, tanto para los BIS como para dinamizar sus operaciones. Además, es un grupo de inversionistas que se caracteriza por haber tenido una gestión del riesgo de los Bonos de Impacto Social (especialmente el riesgo operativo), basándose en la confianza hacia los demás inversionistas y actores del sistema, lo que favoreció que invirtieran, a pesar de las incertidumbres. Esta confianza parece ser suficientemente profunda, para que las consideraciones relativas a la corrupción o la falta de transparencia no estuvieran presentes en la decisión de inversión.

Las motivaciones de estas entidades son coherentes con los estudios realizados en otras regiones sobre este tipo de inversionistas y se materializan en motivaciones específicas relacionadas con el contexto colombiano: el aprendizaje organizacional, la movilización de recursos con instrumentos financieros innovadores, el aumento de la incidencia social y el fortalecimiento de las redes que se crean en el ecosistema de impacto. Juntas, estas motivaciones ubican a los inversionistas BIS en Colombia dentro de los inversionistas impact-first y permiten entender que, quienes han participado de estos contratos de pago por resultados, tienen unas expectativas diferentes a las de los inversionistas tradicionales.

Este grupo de inversionistas que se vinculó a los cuatro BIS colombianos a febrero de 2023 comparte, por ende, unas expectativas que se alejan del interés financiero que existe en otros instrumentos. En cambio, en las expectativas, se identifican dos grupos de organizaciones. Por un lado, están aquellos inversionistas que ven en los BIS una manera innovadora de seguir realizando aportes que antes se realizaban bajo la figura de donación y para quienes los riesgos financieros no son relevantes. Estos inversionistas encuentran los BIS como una inversión social, y los resultados sociales obtenidos (medidos a través de indicadores cuantificables), son suficientes y, de por sí, una mejora en su gestión. Por otro lado, está el grupo de inversionistas para el cual las expectativas son de impacto social, es decir, consideran la inversión en BIS como una manera de optimizar tanto beneficios sociales como económicos y para quienes la sofisticación del diseño de los BIS fue una condición para participar.

Las lecciones aprendidas que manifiestan los inversionistas BIS, sobre el funcionamiento de los contratos de pago por resultados en Colombia, incluyen los retos de la ejecución de los proyectos, que tienen incidencia directa en los retornos financieros y que son especialmente importantes para aquellas organizaciones que juegan un doble rol de inversionistas y operadores. Sobre este doble rol, los inversionistas ven con buenos ojos los aprendizajes y eficiencias que se promueven, al conocer las dinámicas y retos de ambas experiencias

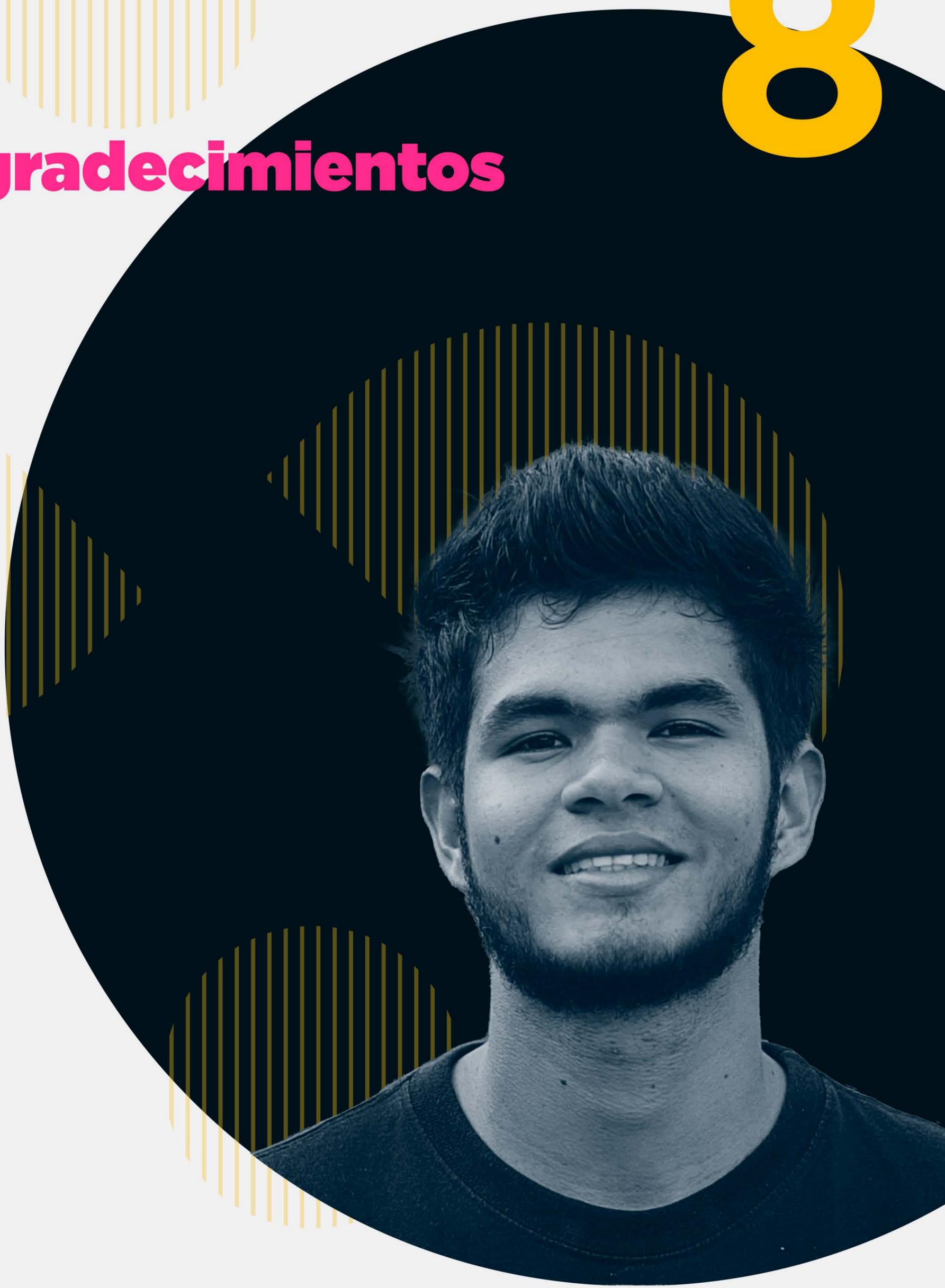
y lo plantean como una oportunidad para mitigar el riesgo operativo, en especial cuando se alcanzan economías de escala y se aumentan las capacidades instaladas. Otra lección aprendida es sobre los riesgos relacionados con el contexto económico y político y la incertidumbre de panoramas de crisis; sobre estos asuntos, los inversionistas BIS hacen hincapié en la necesidad de aunar esfuerzos para fortalecer los esfuerzos público-privados y tratar de incluir estas condiciones en el diseño de los BIS.

La lección aprendida más importante es la necesidad de involucrar a más actores, en especial del sector privado, en la financiación de los Bonos de Impacto Social. Esto se lograría propiciando unas condiciones más atractivas para que el mercado crezca y otros inversionistas, que también valoren el retorno financiero, estén atraídos a invertir en este tipo de instrumentos. Así mismo, se debe incentivar el surgimiento de otros intermediarios que tengan la iniciativa y la capacidad de identificar problemáticas sociales en diferentes sectores, además de la capacidad de atraer capital para la financiación de estos proyectos, de tal forma que el mercado pueda expandirse.

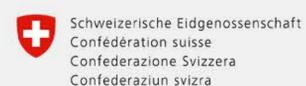
Aumentar el número de inversionistas permite diversificar los riesgos, aprovechar nuevas capacidades y aumentar el impacto social. Para lograrlo, será necesario crear estrategias de comunicación efectivas, robustecer y tecnificar la estructura financiera de los BIS y escuchar las necesidades e intereses de este tipo de organizaciones pues serán, evidentemente, necesarias para el grupo de inversionistas actuales. El sector privado tiene un potencial de ser un motor del financiamiento de programas sociales, mediante el uso de mecanismos innovadores concesionales, como son los BIS, pero su sostenibilidad en el tiempo dependerá de propender por resultados financieros, en adición a su principal finalidad de incidencia social. Con esta mirada a los inversionistas sociales, se plantearon recomendaciones para la escalabilidad de estos instrumentos, que incluyen: sistematización de experiencias y datos públicos, que permitan realizar informes, llevar una trazabilidad y realizar evaluaciones de la efectividad de los programas, valoración de riesgos (financieros, operacionales y reputacionales), gestión del contexto económico y político, innovación social, implementación de un modelo de gobernanza, formación y creación de capacidades, simplicidad operativa y encadenamientos productivos. Estas iniciativas se podrían traducir en más contratos de pago por resultados para temas de colocación de empleo y en proyectos enfocados en otros temas y sectores como la educación, el emprendimiento y la nutrición infantil, que le aportan al cumplimiento de la Agenda 2030, a través de la figura de BIS. Al estudiar el caso de los inversionistas de los Bonos de Impacto Social en Colombia, se pretende contribuir al desarrollo de este nuevo ecosistema de innovación financiera y de gestión pública y recomendar a los diferentes grupos de interés con respecto a herramientas que posibiliten la generación de capacidades, el fortalecimiento de redes de acción y conocimiento y la innovación con impacto social.

# 8

# Agradecimientos



Un programa de:



Embajada de Suiza en Colombia  
Cooperación Económica y Desarrollo (SECO)

## 8. Agradecimientos:

Las autoras de este estudio agradecen la confianza de quienes financiaron el estudio y resalta de manera especial la contribución de Daniel Uribe, María Paulina Gómez, Martín Jaramillo y Mariana Romero. Agradecimientos a la Fundación Corona, BID Lab, al programa de Cooperación Económica y Desarrollo (SECO) de la Embajada Suiza en Colombia y SIBsCo. También gracias por el tiempo y la generosidad de las personas que, a través de las entrevistas, grupos focales y conversaciones, nos permitieron conocer su experiencia como inversionistas y a los actores claves del sistema de Bonos de Impacto Social, que fueron el insumo principal de este estudio: Christine Ternet, Ana María Moreno, Ángela María Tirado, Catalina Escobar Restrepo, Juan Felipe Salazar, Magda Restrepo, María Luisa Zapata Trujillo, Paola Andrea Ortiz Escudero, María Isabel Palomino Ángel, Juan Pablo Díaz Huertas, Catalina Cano Zapata, Pamela Escobar, Ana María Giraldo Saldarriaga, Juliana Mejía Peláez, Diana Marcela Chingaté Mayorga, Mario Alexander Reina Carrillo, Victoria Arciniegas, César Rodríguez, Lina Parra, Cristina Arias Echavarría, Mauricio Vélez y demás participantes. A Ana María Patiño, por su rigurosidad en la transcripción de las entrevistas y grupos focales. Agradecemos, además, el apoyo institucional de la Universidad EAFIT, especialmente al equipo de Innovación EAFIT, Mariana Mendoza Arboleda y Hanna Marion Jaramillo Sevillano.

# Referencias

- Albertson, K., Fox, C., O’Leary, C., & Painter, G. (2020, July). Towards a theoretical framework for social impact bonds. In *Nonprofit Policy Forum* (Vol. 11, No. 2). de Gruyter.
- Andersen, M. M., Dilling-Hansen, R., & Hansen, A. V. (2022). Expanding the concept of social impact bonds. *Journal of Social Entrepreneurship*, 13(3), 390-407.
- Bafford, B. (2012). The feasibility and future of social impact bonds in the United States. *Sanford Journal of Public Policy*, 3(1), 3-19.
- Bío-bío, U. (2015). Estructuración de proyectos de inversión bajo Project Financing. *Horizontes Empresariales*, 3(1), 57-72.
- Broccardo, E., Mazzuca, M., & Frigotto, M. L. (2020). Social impact bonds: The evolution of research and a review of the academic literature. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(3), 1316-1332.
- Bryman, A. (2016): *Social Research Methods*. Oxford: Oxford University Press. 5th Edition.
- Carter, N.; Bryant-Lukosius, D.; DiCenso, A.; Blythe, J. & Neville, A.J. (2014). The use of triangulation in qualitative research. *Methods & Meanings*. 41(5), 545-547.
- Chaparro, J.P.; García, G.A. & Cardona, M. (2020). Evaluación de Impacto de “Empleando Futuro”: Primer Bono de Impacto Social en América Latina. SIBs.CO, BID Lab, SECO, y Fundación Corona. Disponible en: [http://www.sibs.co/wp-content/uploads/2020/12/Evaluación-de-Impacto\\_Empleando-Futuro\\_2020.pdf](http://www.sibs.co/wp-content/uploads/2020/12/Evaluación-de-Impacto_Empleando-Futuro_2020.pdf)
- Del Giudice, A., & Migliavacca, M. (2019). Social impact bonds and institutional investors: An empirical analysis of a complicated relationship. *Nonprofit and voluntary sector quarterly*, 48(1), 50-70.
- Derwall, J., Koedijk, K., & Ter Horst, J. (2011). A tale of values-driven and profit-seeking social investors. *Journal of Banking & Finance*, 35(8), 2137-2147.
- Edmiston, D., & Nicholls, A. (2018). Social Impact Bonds: The role of private capital in outcome-based commissioning. *Journal of Social Policy*, 47(1), 57-76.
- Finnerty, J. (1998). *Financiamiento de proyectos*. México, D.F.: Pearson.
- Fraser, A., Tan, S., Lagarde, M., & Mays, N. (2018). Narratives of promise, narratives of caution: A review of the literature on Social Impact Bonds. *Social policy & administration*, 52(1), 4-28.

- Freiberg, D., Rogers, J., & Serafeim, G. (2020). How ESG issues become financially material to corporations and their investors. Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper, (20-056).
- Fusch, P., & Ness, L. (2015). Are We There Yet? Data Saturation in Qualitative Research. *Qualitative Report*, 20, 1408-1416. <https://nsuworks.nova.edu/tqr/vol20/iss9/3>
- Gonzalez-Perez, M.A (2007). Ethical issues in qualitative research. Community Knowledge Initiative (CKI). NUI Galway.
- Gonzalez Velosa, A. (2017). Bonos de impacto social: cómo Colombia innova en los programas de empleo. En Blogs IADB <https://blogs.iadb.org/trabajo/es/bonos-de-impacto-social-como-colombia-innova-en-los-programas-de-empleo/>
- Gruyter, E. D., Petrie, D., Black, N., & Gharghori, P. (2020). Attracting investors for public health programmes with social impact bonds. *Public Money & Management*, 40(3), 225-236.
- Gustafsson-Wright, E. & Boggild-Jones, I. (2017). Colombia leads the developing world in signing the first social impact bond contracts. En Brookings.edu. <https://www.brookings.edu/blog/education-plus-development/2017/03/31/colombia-leads-the-developing-world-in-signing-the-first-social-impact-bond-contracts/>
- Gustafsson-Wright, E.; Boggild-Jones, I.; Nwabunnia, O. & Osborne, S. (2022). Social and development impact bonds by the numbers. En Brookings.edu. <https://www.brookings.edu/research/social-and-development-impact-bonds-by-the-numbers/>
- Gustafsson-Wright, E., Gardiner, S., & Putcha, V. (2015). The potential and limitations of impact bonds: Lessons from the first five years of experience worldwide. Global Economy and Development Program, Brookings Institute. <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/SIB20Policy20Brief201web-1.pdf>
- Maier, F., Barbetta, G. P., & Godina, F. (2018). Paradoxes of social impact bonds. *Social Policy & Administration*, 52(7), 1332-1353.
- Nowell, L. S., Norris, J. M., White, D. E., & Moules, N. J. (2017). Thematic analysis: Striving to meet the trustworthiness criteria. *International Journal of Qualitative Methods*, 16(1), 1609406917733847.
- O'Leary, Z. (2010). *The essential guide to doing your research project*. Sage.
- Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) (2016). Social impact bonds: State of play & lessons learnt. OECD. <https://www.oecd.org/cfe/leed/SIBs-State-Play-Lessons-Final.pdf>

- Paya, M.; Octavia, K., Sharma, P.; Niersbach, L.; Olivares, E.; Harish, K. (2020). Introducing Social Impact Bonds in Colombia. Columbia University-School of International and Public Affairs y Fundación Corona. <https://sipa.columbia.edu/file/8019/download?token=JcOBP6BB>
- Social Finance & Fundación Empresarios por la Educación. (2021). Evolución del ecosistema de pago por Resultados en Colombia: un estudio de caso. <http://www.sibs.co/wp-content/uploads/2021/06/Evoluci%C3%B3n-del-ecosistema-de-pago-por-resultados-en-Colombia-Estudio-de-Caso.pdf>.
- Nowell, L. S., Norris, J. M., White, D. E., & Moules, N. J. (2017). Thematic Analysis: Striving to Meet the Trustworthiness Criteria. *International Journal of Qualitative Methods*, 16(1), 1609406917733847.
- Ritchie, J., Spencer, L., & O'Connor, W. (2003). Carrying out Qualitative Analysis., in J. Ritchie and J. Lewis (eds), *Qualitative Research Practice: A Guide for Social Science Students and Researchers*. London: Sage
- United Nations Development Programme. (2021). Assessment of the Feasibility of Impact Bonds in Kyrgyzstan. <https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/2022-06/INFF%20Final%20Report.pdf>

# Anexos

## Anexo 1: Metodología

Para estudiar de manera comparada las motivaciones de los inversionistas para vincularse a los cuatro Bonos de Impacto Social (BIS) que se han realizado en Colombia a febrero de 2023, se implementó una metodología cualitativa. La elección metodológica obedece a la necesidad de nuestros contratantes de entender las motivaciones de los inversionistas en los cuatro BIS en Colombia, en aras de potenciar la escalabilidad futura. Este estudio toma en consideración a representantes de las organizaciones inversionistas de los BIS colombianos, en particular: miembros de juntas directivas, direcciones generales, ejecutivas y administrativas, coordinaciones de áreas financieras y contables. Estas 14 organizaciones son: Fundación Corona, Fundación Bolívar Davivienda, Fundación Mario Santo Domingo, Fundación WWB, Fundación PLAN, Corporación Mundial de la Mujer, Comfama, Fundación Nutresa, Fundación Fraternidad Medellín, Corporación Inversor, Fundación Promigas, Fundación Sofia Pérez de Soto, Fundación Juanfe y Fundación Bancolombia.

Es importante notar que las organizaciones entrevistadas a profundidad invirtieron en los BIS, con el sesgo confirmatorio que esto puede llegar a tener. En los grupos focales, hubo organizaciones invitadas que no habían invertido, aunque tenían el perfil para haber sido inversionistas. Esta limitación se debe a la falta de divulgación de la figura de los BIS y del proceso de maduración que han tenido respecto a su rentabilidad financiera. Tuvimos la intención de acercarnos a inversionistas corporativos de corte financiero, pero precisamente por su desconocimiento frente al instrumento, no tenían opiniones sobre los BIS o sobre la posibilidad de invertir en ellos.

De manera previa a la recolección de datos, se identificaron seis categorías explicativas de las motivaciones de los inversionistas sociales, de acuerdo con la experiencia y conocimiento previo del equipo consultor y la literatura académica relacionada, que sirvieron de guía para el desarrollo de las entrevistas exploratorias (estas seis categorías se pueden ver en la figura 5). El proceso de recolección de datos incluyó entrevistas exploratorias, entrevistas semiestructuradas y grupos focales para entender en profundidad el objeto de estudio. Todas las entrevistas fueron virtuales, mediadas por tecnología, usando la plataforma Microsoft Teams y cada una de ellas tuvo una duración aproximada de una hora. Se llevaron a cabo con inversionistas y otros actores clave en el proceso de los BIS en Colombia. La totalidad de las entrevistas (14) fueron grabadas en audio y la mayoría de ellas en video. Teniendo en cuenta las consideraciones éticas expuestas al final de la sección de metodología, a todos los participantes se les garantizó el consentimiento informado. Además, para proteger la identidad de las personas entrevistadas, todos los testimonios se presentan de manera anónima. El proceso de recolección de información fue finalizado cuando se determinó por parte del equipo de consultoría que se había alcanzado el punto de saturación, es decir, cuando en las entrevistas y grupos focales se observan los mismos temas y se repiten los análisis por parte de actores diferentes. Explican Fusch y Ness (2015) que la saturación de datos se alcanza cuando hay suficiente información para repetir el estudio, cuando se ha alcanzado la capacidad de obtener nueva información adicional y cuando ya no es factible seguir codificando.

**Figura 5.** Categorías previas de las motivaciones de los inversionistas sociales.



**Fuente:** Elaboración propia

Se realizó un análisis temático (Nowell et al., 2017) a partir de la lectura de las transcripciones y de las notas tomadas durante y después de las entrevistas. Los datos recolectados de las entrevistas a participantes y las notas del equipo entrevistador, se encuentran en la fase de codificación de manera triangulada (por al menos tres miembros del equipo investigador) (Ritchie, Spence & O’Connor, 2003, p. 219 como se cita en Bryman, 2016, p. 585), a través del software ATLAS.ti. Finalmente, a partir de los datos recolectados, se generaron estadísticas descriptivas de recurrencias que permiten identificar tendencias en las motivaciones de los inversionistas.

Para disminuir la subjetividad en la interpretación fenomenológica, el equipo consultor/ investigador usamos triangulación. Esto significa que la totalidad de datos escritos (transcripción de entrevistas y notas de campo) son codificados por lo menos por dos investigadoras/ consultoras. De acuerdo con Carter et. al (2014) la triangulación en investigación cualitativa es para comprobar la validez mediante la convergencia de información procedente de distintas fuentes. En este caso se mitiga la interpretación individual de cada investigadora/consultora en el proceso de codificación. Del proceso de codificación triangulado se identificaron 136 códigos, 11 grupos de códigos, y 180 citas en ATLAS.ti, para soportar los hallazgos (la Figura 5 muestra los resultados de la codificación) .

**Figura 6.** Diagrama de códigos y categorías identificados en la recolección de datos.



**Fuente:** Diagrama de árbol generado por el software ATLAS.ti

En una futura investigación sobre los BIS, sería de utilidad incluir a potenciales inversionistas y a inversionistas que fueron invitados a ser parte de los bonos, pero que decidieron no hacerlo. Esto complementaría el foco que tiene este estudio en comprender a profundidad las motivaciones de quienes sí invirtieron.

El presente estudio no fue sometido al Comité de Ética de la Universidad EAFIT, debido a los lineamientos de dicho comité y por no tratarse de una investigación que supusiera un riesgo inmediato o latente a una persona o un grupo de personas. Sin embargo, el equipo consultor adoptó los más altos estándares de integridad de investigación conocidos por las consultoras/investigadoras. Respecto a nuestras obligaciones legales, confirmamos que en este estudio respetamos la Ley 1581 del 2012 de la República de Colombia de tratamiento de datos.

Respecto a nuestras obligaciones morales, respetamos las normas culturales y sociales en Colombia y tomamos la decisión consciente de usar valores universales como referencia, apoyarnos en la honestidad y evitar perspectivas etnocentristas para el diseño del estudio, la recolección y análisis. Confirmamos que nuestra investigación no causa daño a personas, organizaciones o a la sociedad; ofrece a los participantes el derecho a la privacidad; usamos consentimiento informado; damos crédito a las fuentes originales y suministramos las referencias adecuadas. Sabemos que, debido a que es una investigación cualitativa con trabajo de campo (en este caso mediado por tecnología), hay una participación personal estrecha mediante entrevistas y observación participante, reconocemos la importancia de distinguir entre las directrices éticas y las obligaciones que exige la ley (Gonzalez-Perez, 2007).

Durante las diferentes fases del proceso nos hemos hecho las preguntas que recomienda O’Leary (2010), para determinar las implicaciones éticas del presente estudio: “¿se han reconocido y gestionado las subjetividades?; ¿se ha captado la “verdadera esencia”?; ¿Se abordan los métodos con coherencia?; ¿son pertinentes y adecuados los argumentos?; ¿puede verificarse la investigación?; ¿se ha tratado con integridad a los participantes en la investigación?”. De la misma manera, basándonos en O’Leary (2010), usamos una lista de chequeo de indicadores pospositivistas: neutralidad (subjetividad con transparencia), autenticidad, fiabilidad, transferibilidad y auditabilidad.

En este proyecto presentamos de manera oral un consentimiento informado a los participantes. Dado a que la participación en este estudio es voluntaria para los entrevistados, este consentimiento (disponible en el Anexo 1) se les explica a los participantes el objetivo de la consultoría y el estudio, se les informa quienes conducen el estudio y quien lo financia, y se les pide autorización para grabar, almacenar y transcribir las entrevistas para efectos de esta consultoría y también para uso científico (investigación, publicación y divulgación). A los participantes se les ofreció la posibilidad de anonimato para los entrevistados y sus organizaciones, ninguna de las personas entrevistadas solicitó ser citada de forma anónima, pero para proteger sus identidades, todos los testimonios fueron presentados a través del código “Inversionista” y un número. Las citas textuales de las entrevistas fueron presentadas a los participantes para verificar su veracidad y uso correcto dentro del contexto el 13 de febrero de 2023.

**CITAR COMO:** Velez, Valencia, Cristina; Herrera, Cano, Carolina; Álvarez, Pilar; Vergara, Garavito, Judith & González, Pérez, María Alejandra. (2023). Inversionistas BIS en Colombia: Estudio sobre la experiencia de los inversionistas en el marco del programa de Bonos de Impacto Social de Colombia. SIBs.CO, Fundación Corona, BID Lab y SECO. Bogotá, Colombia.

# Inversionistas BIS en Colombia

Visite nuestra librería de  
documentos para más  
información en [www.sibs.co](http://www.sibs.co)



[www.twitter.com/SIBs\\_CO](http://www.twitter.com/SIBs_CO)



[www.linkedin.com/company/sibs-co/](http://www.linkedin.com/company/sibs-co/)



[www.sibs.co](http://www.sibs.co)