

MICROFINANZAS COMO OPCIÓN DE INVERSIÓN EN PAÍSES EMERGENTES

Autora: Glenis Milena Peñuela Rodríguez. Administradora. Candidata a Magister en Finanzas. Docente Facultad de Ciencias Empresariales de UNIMINUTO .

Resumen

Más allá de las herramientas de teoría financiera, las decisiones de inversión en países emergentes incluyen el análisis de las formas de financiación y los inversionistas colocan su dinero en negocios que parecen entender, o en negocios bien entendidos por quienes los manejan. La industria microfinanciera captura el conocimiento de los mercados particulares y convierte en oportunidades las deficiencias sociales y la falta de acceso a recursos, propios de los países emergentes. Cantidades significativas de capitales se han dirigido hacia esta industria dado su aceptable comportamiento en tiempos de crisis y sus expectativas de crecimiento.

Palabras clave: inversión, industria microfinanciera, países emergentes, mercados de capital.

Abstract

Beyond the tools of financial theory, investment decisions in emerging countries include the analysis of the funding sources and investors place their money in business they seem to understand or well understood by business people who operate them. The microfinance industry captures the knowledge of particular markets and turns around in opportunities the social weaknesses and the lack of access to resources, which characterizes emerging markets. Significant amount of capital have been directed toward that industry because its acceptable behavior in meltdown times and its expectations of growth.

Keywords: investment, microfinance industry, emerging countries or developing countries, capital markets.

Introducción

Decidir es el proceso de análisis y selección, entre diversas alternativas disponibles, del curso de acción que la persona deberá seguir, sin embargo el subyacente de cualquier decisión implica una pérdida o renuncia a oportunidades que han sido ponderadas y se espera, sean compensadas de alguna manera en la disposición final. Desde la óptica financiera, dicha ponderación y compensación comprende las decisiones de financiación y las decisiones de inversión; éstas últimas de mayor interés en este artículo.

Las decisiones de inversión, en el marco de la teoría financiera se desarrollan a través de cuatro conceptos clave que constituyen su base: Valor presente neto VPN, estructura de capital, teoría de portafolio y teoría de opciones. Estos conceptos han sido concebidos a partir de la práctica de las finanzas corporativas y las finanzas de mercado en el escenario del mundo desarrollado y aún cuando las aplicaciones y

los supuestos que respaldan la teoría financiera no se cumplen de manera precisa, estos enfoques mantienen vigencia dado que, permiten una aproximación a la realidad bajo condiciones de incertidumbre. Sus resultados siempre serán discutidos, pero su uso provee mayores ventajas que no tenerlos.

Por lo tanto, reconocer que las herramientas de teoría financiera presentan dificultades en el propio escenario para el cual fueron construidas, son la principal inquietud para cuestionarse sobre su eficiencia en el mundo en desarrollo, especialmente para las decisiones de inversión.

Obstáculos de la teoría financiera en un país emergente

Como expone Jaime Sabal, los principales factores que hacen que los modelos financieros sean menos válidos en países emergentes son la escasa y desigual distribución de la información, instituciones y mercados de capital poco desarrollados y políticas gubernamentales que restringen el crecimiento económico.

En un país emergente como el nuestro algunos de estos factores son evidentes; por ejemplo, la teoría de portafolio y la teoría de opciones utilizadas principalmente para inversiones en activos financieros, encuentran algunas dificultades estructurales en un mercado accionario, caracterizado por su alta concentración y relativamente pequeño en número de transacciones con relación a otros mercados. El Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia IGVC está conformado solamente por 26 empresas y los movimientos de este índice son explicados en gran parte por el desempeño de Ecopetrol que representa el 51.3% de la bursatilidad de este índice, lo que le quita el título de medidor de la actividad bursátil en Colombia y persuade a los inversionistas a consultar otros índices como el COLCAP y COL20, con solo 20 empresas en su inventario y 31 meses de experiencia frente a los 9 años de experiencia del IGVC, a los 33 años de IPSA de Chile, 42 años del índice BOVESPA de Brasil y los 87 años del S&P de Estados Unidos.

El mercado de derivados estandarizado en Colombia fue lanzado en septiembre de 2008, su infraestructura (sistema de negociación electrónico) ya está operando y se transan instrumentos derivados

sobre TES, sin embargo aún no es un mercado líquido y las expectativas se relacionan con el análisis y desarrollo de futuros de tasa de cambio, futuros de acciones individuales y el ingreso al mercado de derivados energético.

Por otra parte, el enfoque de VPN es comúnmente utilizado para la inversión en activos reales, dada la posibilidad de capturar en los flujos de caja las condiciones propias de cada negocio aunque se presenten serias dificultades de información como criterio en las bases de proyección y la determinación de la tasa de descuento. El enfoque de estructura de capital en países emergentes, está lejos de proveer una igualdad entre escudo fiscal y costos de quiebra, tal como lo señala la teoría y la proporción entre deuda-capital es determinada por diferentes necesidades, oportunidades y creencias.

Estas situaciones no son las únicas desviaciones que se producen, suceden con cierta naturalidad y frecuencia dados los orígenes y evolución de la estructura empresarial colombiana y el insuficiente desarrollo de los mercados e instrumentos financieros y es que Colombia, siendo un país emergente, comparte algunas o varias de las características, que dificultan la plena aplicación de la teoría financiera.

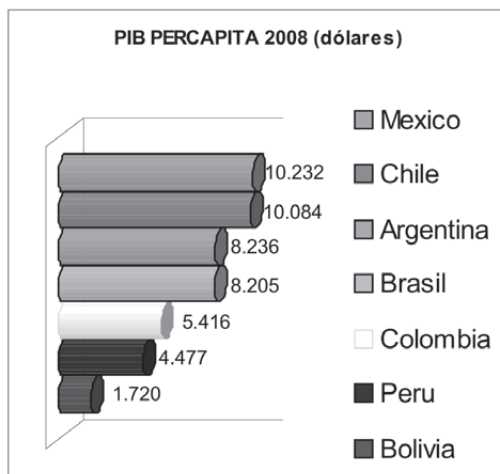
Varios autores y organizaciones han recopilado las características de los países emergentes y comparten que no es fácil asumir una definición precisa dado los diferentes niveles de desarrollo de cada país, entonces una opción es clasificar a un país como emergente cuando comparativamente con el mundo en desarrollo, sus resultados son significativamente inferiores, inestables o representan desigualdad en todas o algunas de los siguientes items:

- ingreso per cápita que provee una medida aproximada de las diferencias entre países ricos y pobres;
- distribución del ingreso que tiene un impacto sustancial en los estándares generales de vida;
- estructura social y económica;
- nivel de libertad económica y política (Sanford y Sandhu, 2003).

También es representativo un porcentaje significativo de población que bien es analfabeta o tiene bajo nivel de educación (Sabal, 2002) y la inestabilidad política frecuente es una de las fuentes de incertidumbre a la hora de invertir (Hooke, 2001).

Desde el punto de vista del nivel de educación y aun más, en educación financiera, Colombia ha realizado algunos esfuerzos, pero no los suficientes y con la entrada de la Ley de Reforma Financiera de 2009, el tema se hace de obligatorio cumplimiento para las entidades del Sistema Financiero en relación al suministro de información y educación al consumidor financiero, de manera tal que sea más evidente el acceso a los recursos (incluso a través del microcrédito) y una mayor protección al consumidor.

Con relación al ingreso per cápita, para 2008, el PIB per cápita de Colombia era inferior en un 52% de Brasil y Argentina; 86% inferior al de Chile; 89% inferior al de México y solamente 17% superior con relación a Perú y 68% superior al de Bolivia, para citar su posición con relación a otros emergentes de la región (Indicadores del Banco Mundial. PIB per cápita (US\$ a precios actuales). Indicadores del desarrollo mundial).



Gráfica No. 1. Elaboración propia.

Desde el punto de vista de estabilidad, para marzo de 2010, según el índice FTSE (FTSE es una compañía independiente de propiedad conjunta de *The Financial Times* y la Bolsa de Valores de Londres. FTSE ayuda a los inversores en todo el mundo a tomar decisiones de inversión y comparar el comportamiento de sus inversiones. El grupo inglés establece 20 criterios para clasificar a los países); Colombia supera el ítem relacionado con el trato hacia los accionistas minoritarios, pues se consideraba que dada la situación de ser minoritario, se encontraban desprotegidos frente a las decisiones y negociaciones dentro de la empresa aunque con la Ley 964 de 2005, la situación fue mejorando en aspectos judiciales y

legales.

Para esta fecha, en el mismo índice, la economía Colombiana fue clasificada como “restringida” y puesta en observación en el ítem de “no restricciones en la repatriación de capitales”, pues al igual que en 2008 los controles de capital no se han desmontado por completo y porque en la historia del país en varias ocasiones se han puesto y luego levantado estas restricciones. También se clasificó como “restringida” en el desarrollo del mercado de acciones, y se considera que los mercados cambiarios, de derivados y las ventas en corto no están suficientemente desarrollados, además no se percibe liquidez suficiente y un amplio mercado para recibir inversión global considerable. El cuadro siguiente indica los criterios de calidad utilizados por el índice para la calificación y la posición de los países emergentes de la región:

CRITERIA	COUNTRY NAMES						
	ADV EMG	Brazil Upper Middle	Mexico Upper Middle	EMG Chile Middle	Colombia Upper Middle	Peru Upper Middle	FRONT Argentina Upper Middle
World Bank GNI Per Capita Rating, 2008				X			X
Market and Regulatory Environment							
Formal stock market regulatory authorities actively monitor market (e.g., SEC, FSA, SFC)	X	Pass	Pass		Pass	Pass	Pass
Fair and non-perjudicial treatment of minority shareholders	X	Pass	Pass		Pass	Pass	Not Met
Non or selective incidence of foreign ownership restrictions	X	Pass	Restricted		Pass	Pass	Pass
No objection to or significant restrictions or penalties applied on the repatriation of capital and income	X	Pass	Pass	X	Pass	Restricted	Pass
Free and well-developed equity market	X	Pass	Pass		Not Met	Restricted	Not Met
Free and well-developed foreign exchange market	X	Restricted	Pass		Pass	Not Met	Pass
Non or simple registration process for foreign investors	X	Pass	Pass		Pass	Pass	Pass
Custody and Settlement							
Settlement - Rare incidence of failed traders	X	Pass	Pass	X	Pass	Pass	X
Custody-Sufficient competition to ensure high quality custodian services	X	Pass	Pass	X	Pass	Pass	Not Met
Clearing & settlement - T+3, T+7 for Frontier	X	T+3	T+3	X	T+2	T+3	T+3
Stock Lending is permitted		Pass	Pass		Pass	Not Met	Pass
Settlement - Free delivery available		Pass	Pass		Restricted	Not Met	Not Met
Custody - Omnibus account facilities available to international investors	X	Pass	Pass		Pass	Pass	Pass
Dealing Landscape							
Brokerage - Sufficient competition to ensure high quality broker services	X	Pass	Pass	X	Pass	Pass	Pass
Liquidity - Sufficient broad market liquidity to support sizeable global investment	X	Pass	Pass	X	Pass	Not Met	Not Met
Transaction cost - implicit and explicit cost to be reasonable and competitive	X	Pass	Pass	X	Pass	Pass	Pass
Short sales permitted		Pass	Pass		Restricted	Not Met	Pass
Off-exchange transactions permitted		Not Met	Pass		Not Met	Pass	Pass
Efficient trading mechanism		Pass	Pass		Pass	Pass	Pass
Transparency- market depth information/visibility and timely trade reporting process	X	Pass	Pass	X	Pass	Pass	Not Met
Derivatives							
Developed Derivatives Market		Pass	Pass		Not Met	Not Met	Not Met
Size of Market							
Market Capitalisation \$mn (as at 31st Dec 2009)		337.248	352.045		230.732	140.520	71.663
Total Number Listed Companies (as at 31st Dec 2009)		377	125		232	87	195

Tabla No. 1.

Fuente: FTSE. Matriz para las Américas a marzo de 2010. Criterios de calidad de los mercados

A continuación se presentan los niveles de clasificación de los países emergentes según el FTSE:

DEVELOPMENT	ADVANCED EMERGING	SECONDARY EMERGING	FRONTIER
Australia	Brazil	Argentina (to be moved to Frontier September 2010)	Bahrain
Austria	Hungary	Chile	Bangladesh
Belgium/Luxembourg	Mexico	China	Botswana
Canada	Poland	Colombia	Bulgaria
Denmark	South Africa	Czech Republic	Côte d'Ivoire
Finland	Taiwan	Egypt	Croatia
Finland		India	Cyprus
France		Indonesia	Estonia
Germany		Malaysia	Jordan
Greece		Morocco	Kenya
Hong Kong		Peru	Lithuania
Ireland		Philippines	Macedonia
Israel		Thailand	Malta (from September 2010)
Italy		Turkey	Mauritius
Japan		UAE (from September 2010)	Nigeria
Netherlands			Oman
Norway			Qatar
Portugal			Romania
Singapore			Serbia
South Korea			Slovakia
Spain			Slovenia
Sweden			Sri Lanka
Switzerland			Tunisia
UK			Vietnam
USA			

Tabla No.2.

Fuente: Clasificación FTSE para sept. 2009, vigente también para marzo de 2010.

Como se puede observar, Colombia ha iniciado el camino de los mercados de capitales y existen muchas expectativas de largo plazo que deben ser trabajadas a partir del desarrollo de productos, índices, escenarios, regulaciones y progreso institucional, sin embargo son muchas las características que limitan la operación de sistemas e instrumentos financieros diseñados para mercados estables, sofisticados y muy dinámicos.

¿Por qué los inversionistas consideran a los emergentes?

Si bien saltan a la vista dificultades en las decisiones de inversión en países emergentes que convergen al concepto del riesgo, es precisamente este último y su relación directa con la rentabilidad lo que hace a los emergentes atractivos frente a los capitales.

En la coyuntura de crisis financiera actual, vale la pena reflexionar sobre qué países tienen mayor riesgo, los emergentes o los países desarrollados. Este interrogante parece haber sido analizado por inversionistas provocando un cambio de expectativa que ha beneficiado a los emergentes que aparentemente no fueron afectados con severidad en la crisis financiera de 2008 y crisis fiscal de 2009, que tienen mejores expectativas de crecimiento y sus ratios de deuda pública no se han incrementado tan agresivamente como en el promedio del mundo desa-

rollado, situación que mejora la confianza percibida por el inversionista para el mediano y largo plazo.

Se pensaría que siempre se están buscando mejores tasas de retorno, pero como señala Mr. Warren Buffett (considerado como uno de los más grandes inversionistas del mundo. Buffett es conocido por su adhesión al valor de inversión y por su filosofía de austeridad personal, a pesar de su inmensa riqueza.): “we try to stick to businesses we relieve we understand”, el entendimiento de la inversión a realizarse, es el factor más ponderable. Si bien, los enfoques financieros proveen herramientas de de-

decisión, la más poderosa resulta ser el reconocimiento del ambiente particular de los negocios, especialmente para inversiones reales, pero no menos válida para inversiones en activos financieros, aunque éstos tienen la ventaja de realizarse a través de canales más globalizados.

Algunos interrogantes que debe hacerse un inversionista sobre aspectos de entorno financiero, guardan relación con la posibilidad de financiar operaciones localmente, a través del financiamiento interno de la empresa o a través de fuentes externas; qué acceso y qué condiciones tienen los clientes al financiamiento, cuáles son las posibilidades de obtener recursos del mercado de capitales local, estabilidad del sistema bancario, y si éste tiene disposición para prestar dinero a personas, pequeñas, medianas empresas y grandes empresas nacionales locales, qué grado de dificultad existe en el ingreso y retiro de fondos del país. (Pacek y Thorniley, 2008)

Una industria que emerge en los países emergentes.

Si una interesante ventaja para la inversión es proporcionada por el entendimiento de los negocios y las perspectivas de financiamiento soportan las decisiones de inversión, vale la pena pensar que un inversionista (que no es experto en todos los negocios)

estaría atraído en colocar sus capitales en una industria que crece de manera significativa (industrias en crecimiento generan rentabilidades atractivas), que convierta en oportunidades algunos de los mercados padecimientos de los emergentes, considerados por otros como amenazas y que logre manejarse de manera aceptable aún en ambientes de crisis, como los que aquejan al mundo actual.

Una industria que ha entendido muy bien las particularidades de los países emergentes, que ha sufrido de las restricciones de acceso a los recursos, que combina de manera real el riesgo y los flujos de caja, además de caracterizarse por su alta liquidez es la industria microfinanciera. Durante años el flujo de capitales para la financiación de estas entidades ha sido creciente. Hacer el bien y hacer dinero no son cosas necesariamente excluyentes (Jansson, 2001), conforme pasan los años al inversionista le interesa el desempeño financiero de estas entidades proporcionando una opción para la diversificación de sus portafolios.

En comparación con otras instituciones financieras, las instituciones de microfinanzas (IMF) han salido relativamente indemnes de las crisis financieras de los últimos decenios (Littlefield y Kneiding, 2009). Los clientes de las microfinanzas aún no se encuentran integrados tan intensivamente a los negocios internacionales, como otros sectores económicos. Ese relativo aislamiento ha generado cierta cobertura, pero no total, frente a la desaceleración de algunas actividades y ha permitido continuar con los compromisos de pago.

Dicho comportamiento se extiende a la industria en general, pero dadas las diferentes estructuras de capital, es posible que en estos tiempos de crisis, algunas IMF que están expuestas de manera significativa a los mercados de capitales resientan en alguna medida la salida de recursos, aunque en términos generales el buen desempeño de su base de negocio, sigue atrayendo a los inversionistas con expectativas de rendimiento más altas.

Como se comenta en el documento "Inversión extranjera de capital en microfinanzas. (Reille y Forster, 2008)", hay tres tipos de inversionistas en microfinanzas: inversionistas públicos conocidos como institucionales internacionales o instituciones financieras de desarrollo (IFD), entre los que se encuentra el BID y

que empezaron a operar hacia finales de la década de 1990; los inversionistas individuales conocidos como inversionistas socialmente responsables que logran satisfacer un doble propósito y que han proporcionado a instituciones como la Fundación Grameen cantidades significativas de recursos; y los inversionistas institucionales tales como bancos internacionales, fondos de pensiones y compañías de seguros que desde 2006 han tenido gran actividad en esta industria.

América Latina es una de las dos regiones en el mundo que más absorbe el flujo de capitales para Microfinanzas (La otra región es Europa oriental y Asia central). En 2009, la inversión en América Latina y el Caribe (LAC, 37% de los activos microfinancieros) eclipsó a Europa oriental y Asia central (ECA, 35%) como la región más grande de inversión de los VIM (Vehículos de inversión en Microfinanzas) Este cambio indica que los inversores se alejaron de la ECA durante la crisis financiera para dirigirse hacia un mercado latinoamericano más maduro (VIM, 2010).

De esta manera, las microfinanzas latinoamericanas han logrado captar la atención de los inversionistas, situación ante la cual, las IMF han visto la necesidad de profundizar sus segmentos, escoger metodologías crediticias adecuadas a los perfiles, hacer innovaciones en sus canales de distribución y preocuparse por la solvencia y el reporte de sus estados financieros.

La disposición de los inversionistas para colocar sus fondos en los VIM se mantuvo fuerte en el 2009, a pesar de los efectos de la recesión mundial. De hecho, los VIM recaudaron más dinero de los inversionistas de lo que eran capaces de colocar en las IMF, ya que los inversionistas se mostraron más optimistas sobre las microfinanzas en comparación a otros sectores (VIM, 2010).

Las inversiones realizadas en la industria microfinanciera, generan rendimientos de renta fija similares a los del mercado (se hace el suministro de recursos a través de deuda); otras inversiones generan rendimientos según el perfil de riesgo y tienen garantía, otras dirigidas a inversionistas socialmente responsables, ofrecen rendimientos inferiores a los del mercado, pero con participaciones en capital; otras modalidades ofrecen una combinación de acciones y deuda convertible (principalmente para IMF de alto crecimiento en emergentes). A pesar de las diferentes modalidades de beneficios para el inversionista, las IMF

han observado que los aportes de deuda representan algunos obstáculos para atender su servicio, por lo cual, los inversionistas han ofrecido mayores plazos, montos y se están creando coberturas cambiarias, o la posibilidad de prestar en moneda local. Adicionalmente, se hacen esfuerzos por llegar a IMF más pequeñas fortaleciendo la participación accionaria.

En Colombia para algunas IMF resulta compleja la financiación por parte de los establecimientos de crédito dado el alto costo financiero, no están autorizadas para captar recursos del público y emitir en el mercado de valores también se dificulta por las restricciones de capital, aunque ya existe una institución con emisión de bonos en el mercado público de valores (Corporación Mundial de la Mujer en 2005 por \$120.000.000.000) y otra institución que está finalizando sus preparativos para la emisión de bonos (Bancamía con su primera emisión de 400 mil millones de pesos). De tal manera que las IMF deben acudir a Bancoldex, seguirse apoyando en inversionistas socialmente responsables, recursos propios o evaluar la alternativa de utilizar vehículos del mercado de capitales como fondos de capital privado, capital de riesgo o venture capital.

La tendencia de estos fondos, cuya actividad es muy primaria en el país, es contribuir con su capital de riesgo tomando participación en empresas con potencial de crecimiento, como las IMF, en sectores dinámicos para que aumenten su valor y una vez madurada esta inversión, los fondos se retiran consolidando su rentabilidad. La Superintendencia Financiera de Colombia registra en la actualidad 27 fondos de capital privado vigentes, que en su mayoría tienen un horizonte de inversión entre 7 y 10 años, algunos contemplan dentro de sus objetivos de inversión a empresas pequeñas y medianas no listadas, situación que beneficia a las IMF. Los sectores de inversión incluyen activos alternativos, proyectos en crecimiento dirigido a sectores como el energético, inmobiliario, forestal, cinematográfico y micromercados entre otros.

Por ejemplo, los criterios de inversión del fondo de capital privado en micromercados los describe como sectores caracterizados por tener grandes bases de consumidores en los que prevalece un monto promedio bajo por transacción pero altos volúmenes totales y donde actúen compañías que sirvan rentablemente a los vastos sectores de menores ingresos. Este tipo de recursos

inteligentes, generan para las IMF un apalancamiento en sus recursos operativos, innovación y necesariamente mejores prácticas de gobierno, adicionalmente por su naturaleza de largo plazo, los fondos no presionan por la exigencia de pagos por concepto de intereses y fortalecen la situación patrimonial de la IMF.

Conclusiones

Las situaciones de información asimétrica, el lento desarrollo de las instituciones e indicadores sociales de bajo desempeño, propios de los países emergentes han generado durante mucho tiempo percepciones de inestabilidad para los inversionistas alrededor del mundo. Tomar decisiones de inversión en estos ambientes no resulta tan fácil, pues uno de los criterios máximos es el conocimiento de los escenarios de negocios, aún sobre los resultados proporcionados por las herramientas y técnicas financieras que intentan modelar rendimientos ajustados por riesgo.

Los cambios políticos, económicos y financieros alrededor del mundo han revaluado favorablemente las expectativas de crecimiento de los países emergentes. Las microfinanzas como industria reflejan en cualquier región del mundo un crecimiento significativo y la población a la que están dirigidas, agrupa condiciones de bajos recursos económicos, niveles de educación y desigualdad social. Sin embargo su desempeño financiero ha superado a muchas instituciones financieras y su desempeño social no tiene discusión en la generación de desarrollo.

Su campo de acción en países emergentes, ha hecho a las microfinanzas candidatas a la colocación de capitales de inversión provenientes de personas o instituciones que únicamente buscan altos rendimientos y/o aquellos que quieren cumplir con una doble expectativa: Social y financiera. Diferentes vehículos de inversión han sido diseñados para participar de los rendimientos de la industria microfinanciera y las IMF son cuidadosas de su estructura de capital, de manera tal que no solo se fondean a través de deuda y donaciones, sino que están abiertas a considerar participaciones accionarias.

Referencias

Córdoba, J. (2009). *Innovaciones en el mercado de capitales en Colombia*. Bogotá: Revista Carta Financiera No. 147. Edición Especial: Mercado de capitales y productos derivados.

Hooke, J. (2001). *Emerging Markets. A practical guide for corporations, lenders and investors*. New York: Jhon Willey & Sons Inc.

Indicadores del Banco Mundial. Disponible en: <http://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.CD>

Janson, T. (2001). *Microcrédito y microfinanzas: ¿de la aldea a Wall Street?* Disponible en: <http://www.sysde.net/documentos/Microcr%C3%A9dito%20de%20la%20aldea%20a%20Wall%20Street.pdf>

Littlefield, E. y Christoph, K. (2009). *La crisis financiera mundial y su impacto en las microfinanzas*. Washington D.C.: Documento del CGAP (Consultive Group to Assist the Poor). Enfoques No. 52. Disponible en: http://www.cgap.org/gm/document-1.9.43294/FN52_SP.pdf

Pacek, N. y Thorniley, D. (2008). *Oportunidades en los mercados emergentes*. Buenos Aires: Profile Books. The Economist 1ª.edicion.

Portafolio. (2008). *FTSE evaluará economía colombiana por un año para determinar si baja de categoría emergente a de frontera*. Bogotá: Portafolio.

Disponible en:

http://www.portafolio.com.co/economia/finanzas/2008-09-19/ARTICULO-WEB-NOTA_INTERIOR_PORTA-4538052.html

Reille, X. y Forster, S. (2008). *Inversión extranjera de capital en microfinanzas. Equilibrar los beneficios sociales y los financieros*. Washington D.C.: Documento del CGAP (Consultive Group to Assist the Poor). Enfoques No. 44. Disponible en: http://www.cgap.org/gm/document-1.9.4906/FN44_SP.pdf

Sabal, J. (2002). *Financial Decisions in emerging markets*. New York: Oxford University Press.

Sanford, J. y Anjula, S. (2003). *Developing countries. Definitions, concepts and comparisons*. New York: Novinka Books.

Situación de la Inversión en Microfinanzas. (2010). Estudio de VIM 2010 – MicroRate (The rating agency por microfinance). Disponible en: <http://microrate.com/wp-content/uploads/2010/08/VIM-Survey-Summary11.pdf>

Tersine, J. (1973). *Organization Decision Theory. A Synthesis, in Management, Selected Readings*. New York: George R. Terry (ed), Homewood, Ill Richard D. Irwin, Inc, p.139