



MICROFINANZAS: MOTOR PARA IMPULSAR EL EMPRENDIMIENTO DE LOS MÁS DESFAVORECIDOS

MANUEL MÉNDEZ DEL RÍO PIOVICH
Presidente Fundación Microfinanzas BBVA

INTRODUCCIÓN

Con este artículo queremos explicar cómo las «Finanzas Responsables Productivas» son una alternativa clara y ética de financiación empresarial para las microempresas, y que por sí mismas pueden constituir un motor de desarrollo económico de las sociedades, y especialmente para impulsar el emprendimiento de las personas más desfavorecidas.

Para ello, comenzaremos abordando el cambio de tendencia que se está produciendo en la sociedad actualmente, caracterizada por altas tasas de desempleo y la escasez de oportunidades laborales. A continuación, abordaremos como el emprendimiento juega un papel central en la creación no sólo de autoempleo, si no también de empleo.

Seguidamente nos centraremos en explicar el rol de la intermediación financiera, y como el acceso a fuentes de financiamiento es clave para el nacimiento, desarrollo y existencia de los emprendimientos, para pasar a explicar los obstáculos que actualmente persisten en los mercados financieros para la atención de estas actividades productivas, especialmente para aquellos menos favorecidos.

Por último, explicaremos el modelo de Finanzas Responsables Productivas que, por su mismo fin y metodología de admisión y seguimiento, son un modelo de acercamiento responsable para la atención de los emprendedores de bajos ingresos.

1. UN CAMBIO DE TENDENCIA PREOCUPANTE

Durante la última década, los mercados laborales han estado sometidos a una presión excepcional en todo el mundo. A los cambios estructurales provocados por la globalización y las tecnologías de la información, se les ha añadido el menor crecimiento en que ha entrado la economía mundial, especialmente en los países desarrollados.

Se ha configurado un mercado laboral que crea menos empleo por cada unidad de producto que se genera. Claramente, la globalización ha facilitado la transferencia de tecnología y ha contribuido a una mayor eficiencia en la producción de bienes y servicios, lo que, por otro lado, parece estar propiciando una menor empleabilidad de las empresas. Así, por ejemplo, las tres compañías con capitalización bursátil de Estados Unidos en la actualidad:



Google, Apple y Microsoft, emplean en su conjunto a 226.000 personas, menos, por ejemplo, que Citi ó Wells Fargo, y prácticamente la décima parte que Walmart.

En estos diez años, la economía mundial ha intensificado su fuerte especialización. Asia se ha convertido en la gran manufacturera global, ampliando las oportunidades de empleo de alta productividad para sus habitantes, mientras que otros países han intensificado su aporte como exportadores de materias primas en sectores muy intensivos en capital y con menor generación de empleo.

Estos han estado sujetos a una fuerte apreciación de sus tipos de cambio, que han impulsado las importaciones, lo que aunado a una menor competitividad de muchos de sus sectores productivos, ha hecho que la mano de obra se haya movido desde sectores más productivos a menos productivos, incluyendo la informalidad.

Los países desarrollados han visto como se han corregido importantes burbujas en los sectores de mayor generación de empleos, que los colocan en una senda estructural de mayor desempleo.

Todo ello, ha conformado un escenario con distintos grados de alzas de las tasas de desempleo alrededor del mundo, siendo el empleo uno de los principales focos de atención de la economía del siglo XXI para los responsables de las políticas públicas.

En el mundo, hay más de 3000 millones de trabajadores. Alrededor de 1650 millones de personas están empleadas y cobran su sueldo regularmente. Otros 1500 millones trabajan en la agricultura y en pequeñas empresas familiares, en su mayoría en trabajos temporales o estacionales. La mitad de los trabajadores de los países en desarrollo están empleados en actividades que por lo general no van acompañadas de pagos regulares ni beneficios. La mayoría de trabajadores de los países más pobres están fuera del marco de la relación laboral típica que se establece entre un empleador y un empleado, encontrándose dentro del sector informal de la economía.

Alrededor de 200 millones de personas, entre las cuales un 40% son jóvenes entre 15 y 24 años, están desempleadas y buscan trabajo activamente. En los próximos 15 años se deberán crear 600 millones nuevos puestos de trabajo para absorber el aumento de la población en edad de trabajar.

Más preocupante aún es que casi 2000 millones de adultos en edad de trabajar, en su mayoría mujeres, ni trabajan ni buscan trabajo. El empleo es un factor determinante para lograr el desarrollo económico y social. Más allá de la importancia crucial que reviste para el bienestar individual, es el eje de muchos objetivos más amplios de la sociedad, como la reducción de la pobreza, el aumento de la productividad en toda la economía y la cohesión social.

Las tendencias mostradas abren una gran interrogante sobre el logro de estos objetivos tanto en el corto, como en medio y largo plazo. Parece claro que otras formas de iteración y la iniciativa individual serán los motores de las transformaciones estructurales futuras en el difícil mercado laboral y en la productividad.

2. EL ROL DEL EMPRENDIMIENTO

El emprendimiento juega un rol central tanto por su impacto en la mejora de la productividad de la economía, dado su papel en la creación de nuevos bienes o nuevos



métodos productivos, tanto por las mejoras en los procesos de gerencia y administración de las empresas, como en la creación de empleo.

Los emprendedores introducen innovaciones que permiten visualizar nuevas demandas, encontrar aplicaciones de mercado a nuevas tecnologías y coordinar eficientemente el uso de distintos factores de producción al interior de las organizaciones. Esta actividad emprendedora se ve plasmada en el nacimiento de empresas, las más exitosas de las cuales crecen a un ritmo muy acelerado, pasando de pequeñas unidades productivas a firmas medianas y grandes que venden productos en diversos mercados internos y externos.

Adicionalmente, el emprendimiento tiene también un rol en la generación de autoempleo. A los emprendimientos exitosos y creadores de empleos, se le agregan una gran cantidad de emprendedores que manejan una escala pequeña y, aunque muestran un bajo dinamismo en lo que respecta a la generación de nuevos puestos de trabajo, su papel en la generación de autoempleo es importantísimo.

Un análisis minucioso de las características de estos microempresarios, comparado con aquellos empresarios que emplean trabajadores, sugiere que aproximadamente solo un cuarto de ellos tiene potencial de crecer, generando más empleo, e innovar para contribuir a aumentar la productividad. El resto de ellos, tres cuartos del total, pueden ser catalogados como emprendedores de subsistencia, pero que no dejan de ser importantes por el impacto que generan en los niveles de pobreza de las sociedades donde operan. Muchos de estos microempresarios son autoempleados especialmente no calificados que en muchos casos estarían estructuralmente fuera del mercado laboral.

Sin entrar a considerar elementos como la falta de aptitud para el emprendimiento, se observa que en las distintas economías, no importando el grado de desarrollo que éstas tengan, existen una cantidad de talentos empresariales que no se explotan de la mejor manera o que no son sostenibles, en muchos casos por factores exógenos al propio emprendimiento.

3. EL OBSTÁCULO DE LA FINANCIACIÓN

Es natural que, a pesar que existan las condiciones naturales para llevar a cabo un emprendimiento, en la medida de que no existan instrumentos financieros para relajar la restricción de liquidez de los emprendedores, o para compartir el riesgo de sus emprendimientos, o no haya acceso a fuentes de información para el mejoramiento de procesos y de productos, la probabilidad de éxito y de supervivencia del emprendimiento sea muy baja.

De hecho al analizar, la evolución del emprendimiento a nivel global, se tiene que al quinto año un 60% de los emprendimientos han desaparecido, cifra que se eleva al 80% al cabo de los primeros 10 años, una altísima tasa de mortandad.

Al tratar de indagar los factores que más inciden en esta evolución, se tiene que uno de los aspectos centrales es la financiación, sobre todo en la medida que nos centramos en los emprendimientos de menores escalas, con importantes implicaciones en términos de pobreza y desigualdad.



Por ejemplo, en América Latina alrededor de un 20% de la población adulta está involucrada en la creación de algún tipo de emprendimiento, siendo una de las zonas del mundo con mayor tasa de iniciativa empresarial. La experiencia desarrollada por la Fundación Microfinanzas BBVA en siete países de América Latina y con más de 1.500.000 clientes muestra que buena parte de la actividad emprendedora en la región surge como una vía de escape ante la falta de oportunidades laborales, alcanzando esta relación el 40% ante la falta de mejores oportunidades o alternativas de empleo.

Desde la óptica de esta experiencia, la región tiene el potencial de impulsar aún más el emprendimiento como canal para salir de la pobreza y generación de bienestar, siendo una de las limitantes claves el que sólo 4 de cada 10 adultos de la región tiene acceso al sistema financiero.

El acceso a fuentes de financiamiento es central para el nacimiento, desarrollo y supervivencia de las actividades productivas de cualquier naturaleza. Las fuentes de financiamiento son múltiples y resulta común que los emprendedores obtengan fondos de diversos orígenes de manera simultánea, incluidas aquellas de carácter informal para los emprendimientos más pequeños.

4. LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados financieros son el ejemplo clásico de los mercados imperfectos debido a la propia naturaleza del producto que se intercambia, que depende en buena medida de la información que cada parte tiene sobre la otra y de la confianza que tenga en sus acciones y sus planes. En el caso del emprendimiento, la naturaleza de estos problemas de información evoluciona en la medida en que el emprendimiento va madurando, y eso genera necesidades de instrumentos financieros diferentes en cada etapa.

Estas fallas de mercado derivadas de la información imperfecta y asimetrías de información determinan en qué medida estos emprendedores, pobres, no pueden recaudar fondos externos para iniciar proyectos, y están sujetos al racionamiento financiero.

Estas asimetrías de información cobran especial relevancia en la medida que nos manejamos en la esfera de los emprendedores que cuentan con una menor cantidad de activos, están en situación de vulnerabilidad o pobreza y que deben, en la mayoría de los casos, recurrir a recursos de familiares y de conocidos, cuando no a prestamistas y usureros. Esto hace que en muchos casos se inhiba la creación de microempresas o se ponga en riesgo las actividades que se emprenden.

Estas dificultades evitan además buena parte de los spin-off, es decir la creación de una nueva empresa por la capitalización de ideas, recursos y conocimientos de la experiencia previa, fundamentalmente por no poder contar con fuentes estables de financiación y por la incertidumbre que esto representa para potenciales emprendedores que se encuentran en el mercado laboral formal.

Existe una clara correlación positiva entre la tolerancia al riesgo y la decisión de emprender. En este sentido, hay una relación no lineal entre la tolerancia al riesgo y el éxito empresarial. Tanto los individuos con muy baja aptitud para enfrentar situaciones de incertidumbre, como aquellos con una alta tolerancia, tienen menos proba-



bilidad de que sus negocios sobrevivan respecto de aquellos con una tolerancia al riesgo media.

Por otro lado, también se ha visto que los individuos que poseen esta cualidad de tolerancia al riesgo se benefician más de los programas de capacitación para el emprendimiento que aquellos que no poseen esta característica.

Además de la ausencia de la información habitual a la que está acostumbrado el sector financiero tradicional, éste se enfrenta a múltiples obstáculos para atender esta demanda, entre ellos las dificultades para contar con garantías y colaterales dentro de un débil marco institucional con ausencia de registros de propiedad y un sistema jurídico poco eficiente a la hora de ejecutar garantías, en el caso que las hubiese, en la mayoría de los países que requieren del emprendimiento como un canal para generar riqueza en la base de la pirámide.

5. ENTIDADES MICROFINANCIERAS

Estas limitaciones de la banca tradicional para hacer frente a las necesidades de estos segmentos de emprendedores, ha venido siendo cubierta por instituciones microfinancieras que han desplegado alrededor del mundo en los últimos treinta años, un conjunto heterogéneo de instituciones que coexisten con diversas metodologías y grados de formalidad.

Además del citado grado de formalidad, desde el punto de vista del crédito, las instituciones se caracterizan por la naturaleza de las principales actividades que emprenden. En este sentido, existen instituciones que mayoritariamente se dedican a préstamos individuales, que valoran los flujos y/o las capacidades de los clientes. Normalmente cuentan con productos de ahorro y seguro en la medida que son instituciones reguladas y supervisadas.

Otras instituciones adoptan la modalidad de créditos grupales solidarios en el que se agrupan entre 5 y 8 personas, que reciben capacitación y asistencia. Tras una revisión de las solicitudes, se concede la financiación en función de sus necesidades, pero la responsabilidad es solidaria y el coordinador del grupo se encarga de recaudar los pagos periódicamente. Adicionalmente operan los bancos comunales que agrupan entre 30 y 50 personas. Tras una capacitación inicial se transfiere un capital que comienza a prestarse para actividades generadoras de ingreso. La garantía también es mutua por lo que los propios miembros presionan para que las devoluciones se realicen y el «banco» funcione. Los primeros préstamos son muy pequeños, el repago y los ahorros depositados permiten acceder progresivamente a mayores montos.

La experiencia indica que en la actuación de instituciones formales, con sólidos gobiernos corporativos, son las que han mostrado un mayor éxito, sostenibilidad e impacto en el sector, mientras que el resto de las instituciones tienden a tener un ciclo de vida más corto con impactos más difusos. Así mismo, tienen mejores atributos, lo que les permiten acceder a los mercados financieros con menores costes de capital y de fondeo.

Los créditos individuales en cualquiera de sus modalidades han mostrado ser más eficientes para fomentar el emprendimiento en el medio y largo plazo. Permiten intro-



ducir una mayor productividad que las otras modalidades. No obstante, la evidencia muestra que los créditos grupales generan resultados de mayor alcance en los segmentos de mayor pobreza y con buena probabilidad de éxito en una primera fase, si bien va declinando su efectividad en fases sucesivas por la disminución de la productividad media de los grupos, y por la propia dinámica de ciclos de financiación, que actúan como un corsé para los emprendedores de mayor capacidad de crecimiento.

6. FINANZAS RESPONSABLES PRODUCTIVAS

La experiencia de la Fundación Microfinanzas BBVA muestra que los resultados diferenciales en impulsar el emprendimiento se logran con un modelo que impulse la generación recurrente de excedentes por parte de los emprendedores, y que constituya, en la práctica, un cambio estructural de la función de ingresos de los emprendedores.

Para el logro de este objetivo, la Fundación Microfinanzas BBVA ha desarrollado una metodología propia que se denomina Finanzas Responsables Productivas, por considerarlo el camino de intermediación más eficaz y sostenible para impulsar el emprendimiento en los segmentos más desfavorecidos y luchar contra la pobreza.

El análisis de los elementos que han permitido a las personas salir de la pobreza, muestra que la iniciativa individual explica el 77% de los casos en los que esto ha sido posible, siendo la exclusión financiera el principal freno.

Un modelo y especialidad cuyo objetivo final es el éxito del cliente, lo cual se busca, no sólo a través de la oferta de servicios financieros en su visión más amplia (crédito, seguros, ahorro, etc.), respondiendo a las necesidades del emprendedor a lo largo de su ciclo de vida, si no también a través del acompañamiento integral del cliente, desarrollando su cultura financiera y empresarial, mediante asesoría y capacitación.

En la práctica es un modelo que va de la mano del emprendedor, con la responsabilidad de lograr una inclusión financiera y social permanente, que evite el sobreendeudamiento, y al mismo tiempo hace que las instituciones que los atienden de esta manera sean sostenibles. Para ello es necesario que la actividad productiva genere rendimientos con los que se pueden cubrir todos los costes en los que se incurre y además obtener un beneficio en condiciones de mercado.

Este enfoque se aleja radicalmente del asistencialismo, fomenta la creación de valor y fuentes permanentes de empleo, constituyendo un modelo de desarrollo económico y social sostenible e inclusivo para los emprendedores.

Por el contrario, los modelos asistencialistas habituales en la base de la pirámide, introducen distorsiones en los sectores en los que operan los emprendedores que tienen acceso a ellos. Este enfoque utiliza con frecuencia los subsidios que constituyen, en la práctica, una especie de «dumping» con respecto a otros emprendedores que no tienen acceso al subsidio, por lo que terminan siendo expulsados de los mercados, a pesar de ser eficientes, al no poder competir en situaciones de competencia desleal. Esto es más evidente aún en la medida que, en una segunda fase, desaparece el subsidio, y dejan de ser viables estos emprendimientos al desaparecer su principal fuente de beneficio.



Asimismo, tiene efectos nocivos en estos segmentos de emprendedores al descontar la utilidad del consumo: El disfrute presente es preferido al disfrute futuro en estos entornos. Esto es particularmente cierto en sectores que incorporan mucha incertidumbre y volatilidad en sus ingresos.

En este sentido, la preferencia por el corto plazo, unida a la baja o inexistente cultura financiera, puede inducir a comportamientos de sobreendeudamiento.

En líneas generales, si el emprendedor que se endeuda no es consciente de la deuda adquirida, o no considera el alto coste de incurrir en default, puede escoger un nivel de deuda superior del asumible.

Por otro lado, si la deuda adoptada no genera un cambio estructural de los ingresos, dicho en otros términos, no genera excedentes mayores al coste de la deuda y al resto de costes, el emprendedor, que debe pagar la deuda, podría verse abocado a una gran pérdida de bienestar debido al esfuerzo financiero, que volatiza sus ahorros para pagar la deuda.

En ambos casos, existe un coste adicional muy importante, que es el que implica no pagar la deuda, cuya primera consecuencia es, en muchos casos, la pérdida del acceso, y la salida permanente del sistema financiero al ser informados a los burós de crédito.

Las Finanzas Responsables Productivas reconocen estos rasgos estructurales de este tipo de emprendedores y se apoyan en un modelo diferencial de riesgo y de banca relacional, donde se busca subsanar las limitaciones propias que tienen este tipo de emprendedores que hacen que sean sujetos racionados en el mercado financiero.

Para ello, se analizan las condiciones de producción y de vida que posee el emprendedor y se ayuda a construir su balance, su cuenta de resultados y asesorar sobre las necesidades de financiación, etc. que mejor casen con los objetivos que busca el emprendedor.

Esto permite una mejor aproximación a la medición del riesgo de crédito del cliente: por una parte la determinación de la capacidad de pago del cliente informal y sus necesidades de financiación reales, y por otra la evaluación de la voluntad de pago del mismo.

Esta aproximación inicial, en una fase de desconocimiento de la potencialidad real de emprendedor, es sustituida por modelos más sofisticados en cada uno de sus componentes, en la medida que se avanza en el ciclo de vida del emprendimiento.

Las Finanzas Responsables Productivas permiten una mejor aproximación sobre los retornos del mercado y permiten aterrizar mejor las percepciones y expectativas iniciales que también resultan importantes para la conformación de emprendimientos. Dado que las decisiones empresariales se toman en un entorno de incertidumbre, existe el riesgo de una disparidad entre lo que los agentes creen que serán sus rendimientos y lo que estos podrían ser, en virtud de sus verdaderas aptitudes y las verdaderas condiciones del mercado. Esto, obviamente, da pie a desencuentros, puesto que personas potencialmente capaces se podrían ver excluidas del mercado por desconocer su propia capacidad y/o por subestimar los retornos de llevar a cabo un emprendimiento. También sucede lo contrario, esto es, que haya personas que sobreestiman lo que efectivamente puedan obtener; lo que pueda conducir a una sobreestimación de la demanda y a una baja tasa de supervivencia.



Adicionalmente, este acercamiento permite construir una senda de subsistencia de los emprendimientos menos ambiciosos, que son producto de la búsqueda de una salida a la situación de desempleo y exclusión, permitiendo una mejora del nivel de vida de esos grupos y su salida de la pobreza.

No menos importante es reconocer los emprendimientos de mayor innovación, con mayor recorrido, que en muchos casos se pierden en una primera fase, por no contar con un acompañamiento idóneo en el ciclo de vida de dicho emprendimiento, y que constituyen focos de mejora de la productividad y verdaderas incubadoras de potenciales empresas, con capacidad empleadora y transformadora de los mercados en los cuales operan.

Esto explica en cierta medida el corto recorrido de los emprendimientos en muchos países en desarrollo. En los países de altos ingresos, las pequeñas y medianas empresas (pymes) son responsables de más del 50% del PIB y más del 60% del empleo, pero en países de bajos ingresos son menos de la mitad: el 30% del empleo y el 17% del PIB.

La evidencia muestra claramente que el retorno de capital es alto para este segmento. En estos países, las pymes tienen poca presencia porque, entre otras cosas, el financiamiento no está llegando a ellas, siendo el acceso al financiamiento una barrera significativa, lo que en sí mismo apunta a una gran oportunidad de beneficio para aquellos que sean capaces de financiar con éxito estas firmas.

El modelo de Finanzas Responsables Productivas permite que muchas de las microempresas, puedan convertirse en pymes generadoras de empleo formales, permitiendo abordar necesidades de inversiones más grandes y más arriesgadas, con flujos de caja positivos.

Este enfoque permite una mejor evaluación del potencial del emprendedor y su propuesta de negocio, con sustanciales menores costos de transacción y una más afinada evaluación del riesgo, que constituyen los principales factores inhibidores del desarrollo de las pymes en las economías en desarrollo.

En conclusión, los niveles de pobreza, desigualdad y el desempleo estructural que están conformando las economías, especialmente las no desarrolladas, requieren que se fomente la actividad emprendedora, creando las condiciones para que tanto los potenciales empresarios con talento, como aquellos que ven en el emprendimiento una buena oportunidad para autoemplearse y/o aprovechar su experiencia en el mercado laboral formal, puedan crear empresas que fomenten el empleo y la productividad. Ambos grupos de emprendedores son valiosos ya que en distintos grados son generadores de riqueza y bienestar en la sociedad.

Para ello, se requieren nuevas formas de abordar la principal restricción a la que se enfrentan, que no es otra que la falta de acceso de financiación. Modelos como el de Finanzas Responsables Productivas incrementan la probabilidad de éxito de estos emprendimientos y permiten además que muchas de las microempresas existentes puedan dar el salto a pymes, que constituye una de las principales tareas pendientes para el crecimiento sostenible y la estabilidad social de las economías en desarrollo.



BIBLIOGRAFÍA

- Acs, Z. y Amorós, J. (2008). Entrepreneurship and Competitiveness Dynamics in Latin America. *Small Business Economics*, 31(3).
- Aghion, P., Howitt, P. y Mayer Foulkes, D. (2005). The Effect on Financial Development on Convergence: Theory and Evidence. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1).
- Aghion, B Y J. Morduch (2005), *The Economics of Microfinance*, MIT Press.
- Armendáriz, B. y J. Morduch (2005), *The economics of microfinance*. MIT Press
- Asheim, B.T. y Parrilli, M.D. (2012) *Interactive Learning for Innovation*. Basingstoke Palgrave Macmillan.
- Banco Mundial (2014), *El Emprendimiento en América Latina: Muchas Empresas y poca Innovación*. Estudios del Banco Mundial sobre América Latina.
- Banerjee, A. y E. Dulfo 2011, *Poor Economics*. Public Affairs.
- Baumol, W. (1990). Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive. *Journal of Political Economy*, 98(5).
- Baumol, W. (2010). *The Microtheory of Innovative Entrepreneurship*. Princeton: Princeton University Press.
- Beaudry, P. y Francois, P. (2010). Managerial Skills Acquisition and the Theory of Economic Development. *Review of Economic Studies*, 77.
- Caliendo, M., Fossen, F. y Kritikos, A. (2009). Risk attitudes of nascent entrepreneurs. New evidence from an experimentally validated survey. *Small Business Economics*, 32(2).
- Caliendo, M., Fossen, F. y Kritikos, A. (2010). The Impact of Risk Attitudes on Entrepreneurial Survival. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 76 (1)
- Di Placido G, (2011), *The impact of microfinance*, Madrid, Fundación Microfinanzas BBVA, Mimeo.
- Gindling, T. H., y D. L. Newhouse. (2012). *Self-Employment in the Developing World*. Policy Research Working Paper 6201, World Bank, Washington, DC.
- Global Entrepreneurship Monitor (2012) *Extended Report: Entrepreneurs and Entrepreneurial Employees Across the Globe*.
- Levine, R. (2004). *Finance and Growth: Theory and Evidence*. NBER Working Paper No. 10766, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Levine, R., N. Loayza, y T. Beck. (2000). Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics* 46.
- Lloyd-Ellis, H. y D. Bernhardt, (2000), Enterprise, Inequality and Economic Development, *Review of Economic Studies*, 67.
- Organización Internacional del Trabajo (2013), *Tendencias Mundiales del Empleo*.
- Richard, K. y Laffont, J. (1979). A general equilibrium entrepreneurial theory of firm formation based on risk aversion. *Journal of Political Economy*, 87(4).
- Roberts, P y Johnson, S. *Data-Driven Insights about Impact Entrepreneurs and Accelerators*. 2013 Mid-Year Data Summary.



Stewart Jr., W. H. y Roth, P. L. (2001). Risk propensity differences between entrepreneurs and managers: A meta-analytic review. *Journal of Applied Psychology*, 86(1).

Stiglitz, J. y Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.