

**La importancia del proceso emprendedor
en la Argentina post-crisis 2002 y las
asimetrías en la evaluación de factores
influyentes en el financiamiento
de empresas jóvenes**

Rubén Ascúa



NACIONES UNIDAS



Este documento fue preparado por Rubén Ascúa, consultor de la Oficina en Buenos Aires de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, en el marco del programa regular de trabajo de la Oficina (2008).

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

LC/W.273
LC/BUE/W.41

Copyright © Naciones Unidas, julio de 2009. Todos los derechos reservados
Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

Índice

Resumen	5
I. Introducción	7
II. El proceso de creación de empresas, su importancia en el crecimiento económico y su influencia en el empleo	11
III. Reciente evolución del proceso de creación de empresas en la Argentina.....	15
IV. Financiamiento de empresas Pymes y jóvenes: breve repaso a la bibliografía.....	19
V. Acceso a financiamiento como factor-influencia en la actividad emprendedora argentina... 25	
VI. Sistema financiero en la Argentina	29
VII. Metodología de investigación	33
VIII. Análisis de los resultados empíricos.....	37
1. En opinión de los emprendedores	37
2. En opinión de los financistas.....	43
3. Comparación entre emprendedores y financistas	47
IX. Conclusiones	53
Bibliografía.....	57
Anexo: Abreviaturas	63

Índice de gráficos

Gráfico 1	Sistema de desarrollo empresarial	13
Gráfico 2	Evolución empresarial argentina.....	16
Gráfico 3	Financiamiento de las primeras fases de un emprendimiento	25
Gráfico 4	Sistema financiero argentino (al 31/12/1994).....	31
Gráfico 5	Sistema financiero argentino (al 31/12/2007)	32
Gráfico 6	Emprendedores: Importancia de los factores de riesgo en el financiamiento a empresas jóvenes	38
Gráfico 7	Frecuencia en la aceptación de mayor riesgo	40
Gráfico 8	Financistas: Importancia de los factores de riesgo en el financiamiento a empresas jóvenes	44

Gráfico 9	Financistas: Frecuencia en la aceptación de riesgo en el financiamiento a empresas jóvenes	45
Gráfico 10	Comparación: Falta de liquidez	49
Gráfico 11	Comparación: La creación del emprendimiento está relacionada a otra empresa exitosa	50
Gráfico 12	Comparación: La creación del emprendimiento ha sido formalizada.....	50
Gráfico 13	Evaluación de importancia de los factores de riesgo en el financiamiento a jóvenes empresas según financistas y emprendedores I.....	51
Gráfico 14	Evaluación de importancia de los factores de riesgo en el financiamiento a jóvenes empresas según financistas y emprendedores II.....	52
Gráfico 15	Evaluación de importancia de los factores de riesgo en el financiamiento a jóvenes empresas según financistas y emprendedores III.....	52

Índice de cuadros

Cuadro 1	Evolución empresarial argentina (industria, comercio y servicios)	15
Cuadro 2	Sistema financiero argentino	30
Cuadro 3	Grado de concentración, sistema financiero argentino	32
Cuadro 4	Capítulos de la encuesta	34
Cuadro 5	Emprendedores: Importancia de los factores de riesgo en el financiamiento a empresas jóvenes.....	37
Cuadro 6	Emprendedores: Frecuencia e importancia en la consideración de riesgo	39
Cuadro 7	Emprendedores: Acceso a financiamiento en el último año.....	42
Cuadro 8	Financistas: Importancia de los factores de riesgo en el financiamiento a empresas jóvenes.....	43
Cuadro 9	Financistas: frecuencia de la aceptación de un nivel de riesgo en el financiamiento a empresas jóvenes.....	45
Cuadro 10	Comparación emprendedores y financistas: factores de riesgo y mitigantes según los resultados obtenidos de las encuestas realizadas	48

Resumen

Entre los años 2003 y 2007 se inicia un proceso de creación positiva de nuevas empresas, las cuales comienzan a tener crecientes demandas de financiamiento a partir de su tercer año de vida. El proceso emprendedor interesa por su contribución al crecimiento económico y al empleo. Esta temática es especialmente relevante para un caso como el argentino, en virtud del proceso de recuperación post-crisis 2002, puesto de manifiesto en la importante cantidad de nuevas empresas jóvenes con actividad en el mercado. Este estudio se concentra en las condiciones de acceso a uno de los factores considerados entre los más relevantes por los emprendedores Pymes, como es el acceso al financiamiento adecuado.

El propósito de este documento es destacar la evolución reciente del proceso emprendedor argentino post-crisis 2002, a la vez que explorar e interpretar los resultados de un trabajo empírico, que intentó “bucear” entre los factores que explican las dificultades en el acceso al financiamiento que deben enfrentar las empresas jóvenes en la Argentina, a partir de la diferente valoración de los factores y riesgos que efectúan los financistas y los emprendedores, con las implicancias emergentes sobre el crecimiento de este tipo de empresas.

Del trabajo de investigación empírico surgió que la falta de liquidez y la escasa disposición de capital constituyen los más importantes factores de riesgo desde la posición del financista (*supply-side*) al momento de analizar el otorgamiento de financiamiento a empresas jóvenes. Los conflictos relacionados con la conducción del negocio y las inexactitudes en la proyección de mercado (demanda y precios) constituyen factores de riesgo de menor importancia en opinión de los emprendedores.

Asimismo, se han podido captar factores que permiten mitigar los riesgos para el financista de otorgar financiamiento. Dentro del espectro de *spill-over* del entorno, la acción eficiente de sistemas de garantías reconocidos por el sistema financiero son determinantes al momento de acceder a financiamiento. La existencia de apoyo gubernamental, institucional y/o de empresas “madrinas” al emprendimiento constituyen mitigantes que son tenidos en cuenta por los financistas de manera parcial al momento de evaluar el riesgo de otorgar financiamiento. Los emprendedores son conscientes de la importancia de lograr complementariedad entre garantías satisfactorias para el banco, y que el financista no pierda de vista la evaluación del negocio que solicita asistencia financiera. En el caso de las empresas nacientes, las asimetrías informativas y el riesgo moral se ven agravados directamente por la falta de información.

I. Introducción

El proceso de creación de empresas ha venido adquiriendo creciente importancia en el plano de la política económica (Kantis y Komori, 2002), siendo considerado este proceso como un fenómeno complejo y vinculado a factores sociales, culturales y económicos, cuya importancia radica en su contribución al crecimiento económico, al desarrollo de nuevos actores para completar y diversificar cadenas de valor y *clusters*, a la creación de empleo, al fortalecimiento de los procesos de innovación y la promoción del recambio generacional del empresariado (Shapero, 1984; Audretsch, 1995; Gibb y Ritchie, 1982; Buame, 1992; y Kantis, 2004).

En la Argentina, luego del largo período de recesión y depresión iniciado en 1998, recién hacia finales de 2003 comenzó a revertirse la dinámica empresarial negativa. Así, en el período 2003-2007, el proceso de creación de empresas fue positivo, ya que de un *stock* de 338.000 empresas al 31 de diciembre del 2002, se pasó a un total de 451.000 firmas al 31 de diciembre del 2007, y se incorporaron formalmente a la economía argentina algo más de 100.000 nuevas empresas formales.

En este proceso, existen numerosos factores que limitan el surgimiento de emprendedores y de empresas dinámicas, entre los que se destacan, por ejemplo, la existencia de fuertes restricciones en el campo del acceso a los recursos financieros. Así, dentro de los principales temas de estudio del proceso de creación de empresas, las restricciones en el acceso al financiamiento emergen como uno de las problemáticas más relevantes tanto en el lanzamiento del emprendimiento como en los primeros años de vida del mismo (Binks y Ennew, 1996; Studart y Suaznábar, 2004; García Sánchez y Fernández de Bobadilla, 2004; y Kantis, 2004).

Este trabajo de investigación busca otorgar evidencias acerca de cuáles son los factores de riesgos que son tenidos en cuenta desde la posición del financista (*supply-side*) al momento de analizar el otorgamiento de financiamiento a empresas jóvenes, a la vez que determinar sus implicancias sobre el crecimiento de este tipo de empresas¹. Para tal fin, se exploraron e interpretaron los resultados de un trabajo empírico, el cual intentó “bucear” en las causas que explicarían las dificultades en el acceso al financiamiento que deben enfrentar los emprendedores

¹ Hay que tener en cuenta que las prácticas habituales del sector dependen básicamente de las normas específicas que regulan el mercado y de las prácticas financieras del país donde operan más que de las características de la empresa (Dowers y otros, 2000; Stallings y Studart, 2002; y Studart y Suaznábar, 2004).

(Gibb y Ritchie, 1982; y Honohan y Stiglitz, 2001). Esta situación es especialmente relevante para un caso como el argentino, con una fuerte recuperación luego de la crisis del año 2002, y con casi exclusiva presencia de entidades bancarias en el mercado financiero.

Los capítulos II y III, abordan el proceso de creación de empresas, su importancia en el crecimiento económico y su influencia en el empleo, utilizando los datos elaborados por el Observatorio del Empleo y la Dinámica Empresarial del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (BADE, Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social-MTEySS). La mitad de la creación bruta de empleo y más de la mitad del cambio neto fue generado por empresas jóvenes (Castillo y otros, 2006). El protagonismo de las empresas jóvenes fue mayor entre las Pymes, que explicaron el 56% de la creación bruta, y el 71% del cambio neto. La dinámica de empleo, en especial el industrial en el período inmediato posterior a la crisis del 2002, es intensiva en la acción de empresas Pymes y de nuevas empresas.

La cuarta sección presenta una breve reseña de la bibliografía dedicada al financiamiento de empresas Pymes y jóvenes. Este trabajo se concentra en la teoría de la intermediación financiera que sugiere que los bancos se especializan en la producción de información y el diseño de contratos de préstamos, de manera de resolver los problemas de racionamiento crediticio de las empresas Pymes, donde las asimetrías de información son más importantes (Lehmann y Neuberger, 2001). Esto es especialmente relevante en un mercado como el argentino, fuertemente orientado por las instituciones bancarias, más que por la generación de instrumentos *market-oriented*.

En la quinta sección se presenta una introducción a la problemática del proceso de financiamiento de pequeñas y jóvenes empresas como factor-influencia en la actividad emprendedora de la Argentina, y se destaca que el acceso al financiamiento es uno de los principales problemas a superar en los primeros años de actividad de la empresa joven. En general, los trabajos empíricos señalados en esta sección coinciden en la muy marginal acción de instrumentos específicos, y en que las entidades bancarias dominantes de la mayoría de los recursos financieros no cuentan con una oferta que se adapte a las necesidades de las nuevas empresas.

El capítulo VI incluye una acotada presentación de la evolución reciente y de las características estructurales del sistema financiero en la Argentina, el cual se halla básicamente conformado y dominado por instituciones bancarias. A fines del año 2007, sólo diez entidades bancarias concentraban alrededor de las tres cuartas partes de los principales agregados financieros.

En el séptimo capítulo se explica la metodología de investigación aplicada en el trabajo empírico. La exploración de las causas concernientes a las dificultades en el acceso al financiamiento que enfrentaron los emprendedores en la Argentina post-crisis 2002 se efectuó a partir de una encuesta escrita que sirvió de guía para las entrevistas personales realizadas a un grupo de 51 emprendedores, que iniciaron su empresa luego de la crisis macroeconómica del año 2002². Lo relevante es la interpretación de estos resultados, expresados por los propios emprendedores quienes, desde su visión y experiencia personal, procedieron a valorar un conjunto de factores preestablecidos. En el caso de los financistas, se diseñó una encuesta escrita que fue distribuida entre un grupo de gerentes de entidades financieras ubicados al azar en las ciudades más importantes de la Argentina. Se lograron obtener 100 respuestas estadísticamente consistentes³. Uno de los principales puntos fue determinar una propuesta con los principales factores de riesgo tenidos en cuenta por los banqueros al analizar una solicitud de préstamo dirigida a un nuevo emprendimiento. Se plantean cuatro hipótesis de trabajo acerca de la

² En el trabajo de campo se utilizaron asistentes de investigación que hicieron contacto con los encuestados, se atendieron sus interrogantes y, personalmente, se solicitaron las devoluciones de la encuesta.

³ Al igual que con los emprendedores, en el caso de los financistas también se desempeñaron asistentes de investigación que tomaron contacto personal con los encuestados.

existencia de asimetrías de información, si la presencia de factores-soporte al nuevo emprendimiento puede favorecer el acceso a financiamiento; si las características del emprendedor tienen implicancias en la diferente valoración de factores; y si el tipo de institución influye en el otorgamiento de financiamiento.

En la octava sección se presentan los resultados del análisis del trabajo de campo de los emprendedores; los correspondientes a los financistas y, por último, los surgidos de las comparaciones de ambas posturas. Un aspecto fundamental que surge del análisis comparativo de las visiones de emprendedores y financistas, más allá de indagar acerca del nivel de congruencia en las valoraciones de los factores de riesgo y mitigantes, es el poder distinguir cuáles son los factores de mayor prioridad para cada uno de ellos y que no necesariamente son considerados en el mismo nivel de importancia, respectivamente; es decir, el objetivo consiste en contribuir a reducir las asimetrías de información y exponer las valoraciones asimétricas de emprendedores y financistas, de manera de acercar a las partes, en donde las mismas se asuman como complementarias y no rivales en las cuestiones de acceso al financiamiento.

En el noveno capítulo se desarrollan las conclusiones fundamentales obtenidas del presente trabajo de investigación. El mismo otorga evidencias acerca de cuáles son los factores de riesgos que son tenidos en cuenta desde la posición del financista (*supply-side*) al momento de analizar el otorgamiento de financiamiento a empresas jóvenes y, a la vez determina sus implicancias sobre el crecimiento de este tipo de empresas. La falta de liquidez, la escasa cuota de capital propio y la escasa disposición de capital constituyen los factores de riesgo más importantes para el acceso al financiamiento en las empresas jóvenes. Los conflictos relacionados con la conducción del negocio y las inexactitudes en la proyección de mercado (demanda y precios) constituyen factores de riesgo irrelevantes en opinión de los emprendedores. Esta valoración se halla influida por la experiencia previa y la edad del emprendedor.

Asimismo, se han podido captar factores que permiten mitigar los riesgos de otorgar financiamiento, para el financista. Dentro del espectro de *spill-over* del entorno, la acción eficiente de sistemas de garantías reconocidos por el sistema financiero son determinantes al momento de acceder a financiamiento. La existencia de apoyo gubernamental, institucional y/o de empresas “madrinas” al emprendimiento constituye mitigantes que son tenidos en cuenta por los financistas, de manera parcial, al momento de evaluar el riesgo de otorgar financiamiento. Los emprendedores son conscientes de la importancia de lograr complementariedad entre garantías satisfactorias para el banco, y que el financista no pierda de vista la evaluación del negocio que solicita asistencia financiera. Se trata de utilizar el método del flujo de caja futuro para evaluar el otorgamiento de financiamiento y se hace relevante disminuir las asimetrías informativas desde la demanda.

Por último, el autor desea agradecer el invaluable apoyo de Bernardo Kosacoff, a la vez que reconocer la colaboración brindada por Leonardo Bleger, Patricia Caballero, Adriana Carella y Nicolás Novaira, para desarrollar el trabajo de campo e intercambiar opiniones sobre esta investigación. En la compilación final resultó vital la participación de Laura Borgogno.

II. El proceso de creación de empresas, su importancia en el crecimiento económico y su influencia en el empleo

El proceso de creación de empresas ha venido adquiriendo creciente importancia en el plano de la política económica de un país (OCDE, 1999; Kantis y Komori, 2002; Thurik y Wennekers, 2004). El desarrollo de capacidades emprendedoras de la población y, por ende, la creación de nuevas empresas se ha convertido, desde los inicios de la década pasada, en un objetivo central para acelerar el desarrollo económico y social de las naciones. Así, a este proceso se lo considera como un fenómeno complejo y vinculado a factores sociales, culturales y económicos, cuya importancia radica en su contribución al crecimiento económico, al desarrollo de nuevos actores para completar y diversificar cadenas de valor y *clusters*, a la creación de empleo, al fortalecimiento de los procesos de innovación y la promoción del recambio generacional del empresariado (Shapero, 1984; Audretsch, 1995; Gibb y Ritchie, 1982; Buame, 1992; Kantis, 2004).

Asimismo, desde el punto de vista empírico, se puede citar que los países de la OCDE con mayores tasas de nacimiento de empresas durante los años noventa, fueron los que mostraron mayor crecimiento económico (OCDE, 2001). También existe una asociación positiva entre altas tasas de crecimiento económico y altas tasas de participación de personas adultas en la creación de nuevas empresas (Reynolds y otros, 2003). El aporte de la actividad emprendedora al crecimiento también es relevante para los niveles de economía regional y/o local (Acs y Armington, 2004), ya que se pueden identificar diferencias regionales en la evolución económica.

Especialmente en los países de occidente, la actividad emprendedora paulatinamente se ha ido convirtiendo en un potencial sendero de desarrollo económico para una creciente parte de la población activa (Audretsch y Thurik, 2001). Parecería que se está transitando hacia una sociedad más emprendedora y menos gerencial. *Entrepreneurship* contribuye a una mejor *performance* económica al introducir innovaciones y fortalecer la competencia (Wong y otros, 2005). Sin embargo, el impacto competitivo de la actividad emprendedora difiere entre los distintos países a un mismo nivel de desarrollo, entre países con diferentes niveles de desarrollo y entre regiones pertenecientes a un mismo país (Acs y Amorós, 2008).

Para entender mejor el impacto de la actividad emprendedora sobre el crecimiento económico, se pueden utilizar las teorías económicas que incorporan el desarrollo de ideas

innovadoras como factor determinante del crecimiento (Schumpeter y Jovanovic, 1982; Klepper, 1996). Siguiendo a los modelos emergentes de las teorías citadas, concretamente los que se sustentan en la evolución empresarial, es posible identificar distintos tipos de efectos de la creación de empresas que impactan positivamente sobre el crecimiento económico, destacándose el aporte de nuevas capacidades que las empresas ingresantes incorporan al mercado, favoreciendo y fortaleciendo la evolución del cambio estructural en la economía.

A su vez, la creación de nuevas empresas, e incluso la potencialidad que ello suceda, lleva a un ajuste de comportamiento en las empresas existentes para tratar de aumentar sus niveles de eficiencia. También existen numerosos ejemplos de innovaciones incorporadas por nuevas empresas, las que al buscar nuevas alternativas, operan como generadoras de nuevos espacios en el mercado, desafiando los senderos evolutivos de las firmas preexistentes en el mercado. A su vez, el proceso de creación de empresas aumenta la diversidad de bienes y servicios en el mercado, lo que conduce a una mayor oferta para las necesidades de los consumidores y a una mejor especialización productiva.

También merece señalarse la vinculación positiva existente entre empresas con propietarios visibles (dueños) y el desarrollo económico de un país (Carree y otros, 2007)⁴. Si bien en los dos primeros tercios del siglo XX se pudo verificar una relación negativa entre la tasa de propiedad y el desarrollo de una nación, cabe señalar que se trató de un período en el cual se observó una fuerte tendencia a la concentración industrial y a las ganancias por economías de escala (Chandler, 1990; Teece, 1993). En la última parte del siglo XX, la tendencia cambió de la mano de la ruptura del paradigma fordista, la introducción de los sistemas de producción flexibles y la pérdida de relevancia de las economías de escala (Piore y Sabel, 1984; Blau 1987; Acs y otros, 1994; Jensen, 1993; Audretsch y Thurik, 2001).

De todos modos, es dable destacar que la relación entre la tasa de propiedad de negocios y el desarrollo económico de un país es un fenómeno complejo, en el cual influyen diversos factores, tales como los culturales, institucionales, demográficos, entre otros (Wennekers, 2005). Un bajo nivel de desarrollo económico puede impulsar a la gente hacia una mayor tasa emprendedora, que se manifiesta en una elevada tasa de autoempleo. También resulta interesante tener en cuenta que una baja tasa de propiedad de empresas se explica por un limitado número de oportunidades de mercado, y/o una escasez de recursos humanos bien entrenados para formar parte de un nuevo emprendimiento, así como un mayor costo de oportunidad de ser empleado en determinados territorios o áreas locales.

En definitiva, el efecto “schumpeteriano” en la economía, a partir de “la destrucción creativa” con incremento neto del *stock* de empresas depende, al menos parcialmente, de la tasa de propiedad visible de empresas, como propagador del proceso de desarrollo económico de un país (Van Stel y otros, 2005)⁵. El proceso de acumulación de capital está siendo contrabalanceado por un creciente peso del aporte de las empresas Pymes al crecimiento de una economía.

Así, el lanzamiento de una nueva firma es la combinación de la identificación de una oportunidad, a partir de una innovación y la movilización de recursos en un contexto organizacional. El éxito de un emprendimiento se verifica sólo después de un cierto período de vida, en el cual los propios impulsores del emprendimiento van generando actitudes adaptativas a

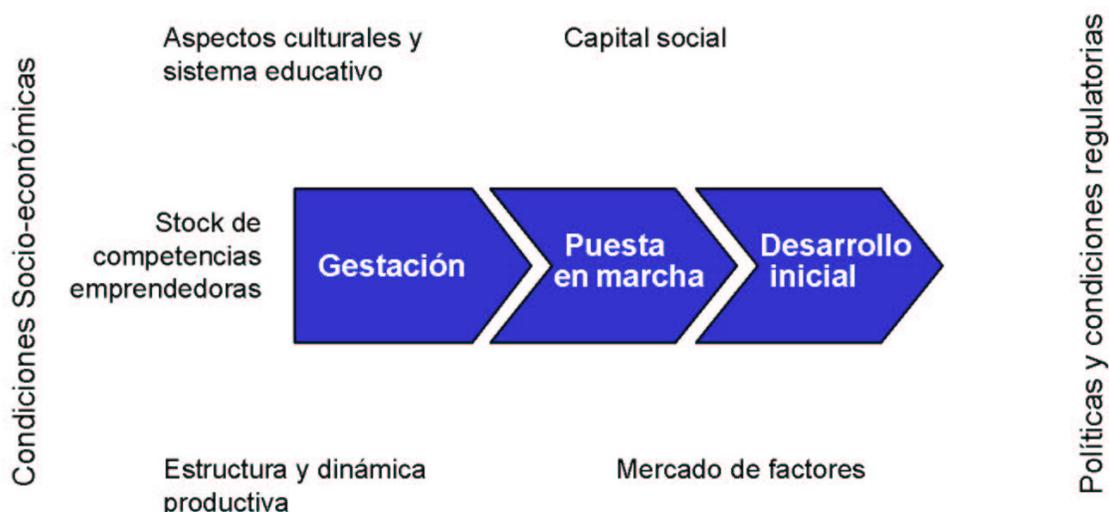
⁴ Según Carree y otros (2007), la tasa de propiedad de negocios se expresa como el porcentaje de dueños/gerentes de empresas (no agropecuarias), en relación a la cantidad de población en condiciones de trabajar (población económicamente activa = PEA).

⁵ Carree y otros (2007) han demostrado, para una muestra de 23 países de la OCDE, que si una economía registra una tasa de propiedad visible de empresas inferior a la de equilibrio es perjudicial para su crecimiento económico (utilizan el modelo de dos ecuaciones estilizadas U y L).

la propia evolución de su negocio (Carree y otros, 2007). En este proceso, los rasgos de organización, estructura y cultura se van re-diseñando con la marcha de la empresa.

El proceso emprendedor, según Kantis y otros (2004) puede graficarse según el esquema que se presenta a continuación. Del mismo se desprende claramente que las condiciones ambientales adquieren una singular importancia para concretar en una nueva empresa una idea de negocios.

GRÁFICO 1
SISTEMA DE DESARROLLO EMPRENDEDOR



Fuente: Kantis y otros, 2004.

A su vez, la importancia de la emergencia de nuevas empresas en la creación de empleo también es relevante. Diversos estudios empíricos han demostrado que tasas elevadas de creación de empresas preceden a cantidades crecientes de puestos de trabajo (Baldwin, 1995; Reynolds y otros, 1994; Ashcroft y Love, 1996; Acs y Armington, 2004). De todos modos, no se puede dejar de señalar que el impacto de la actividad emprendedora sobre el empleo muestra rezagos temporales importantes, de entre cinco y diez años (Audretsch y Fritsch, 2002; Van Stel y Storey, 2004).

Es evidente que si se pretendiera resolver el problema del empleo sobre la base del *stock* de empresas formales existentes, los puestos de trabajo en las mismas deberían crecer a una tasa absolutamente inalcanzable, y ampliar la cantidad de empresas en condiciones de generar empleo resultaría fundamental (Kantis, 2006).

Dentro de este proceso de creación de empresas, es imprescindible el surgimiento de nuevos emprendimientos formales, innovativos y con bases de acumulación sólidas en el largo plazo, para avanzar significativamente tanto hacia una economía más diversificada e innovativa como a la creación autosostenida de empleo de calidad creciente.

De acuerdo con el enfoque del Sistema de Desarrollo Emprendedor desarrollado por Kantis y otros (2004), Es importante señalar algunos rasgos condicionantes del proceso de creación de empresas en un país o región, ya que sus condiciones sociales y económicas influyen de manera significativa en la capacidad emprendedora de su sociedad. Así, las condiciones sociales y

económicas de una nación/región influyen de manera significativa en la capacidad emprendedora de su sociedad. Donde se verifica una distribución del ingreso poco equitativa, probablemente buena parte de la población tenga dificultades para acceder a educación, y/o a ingresos suficientes para ahorrar con destino un nuevo emprendimiento. Por el contrario, en sociedades más articuladas existen canales de comunicación entre personas de distintos sectores sociales que enriquecen la interacción, el aprendizaje y la transferencia de recursos necesarios para emprender, incidiendo positivamente sobre el volumen y la diversidad de la demanda de bienes y servicios, engrosando el abanico de oportunidades para la creación de nuevas empresas basadas en el conocimiento y la diferenciación.

Asimismo, las positivas condiciones macroeconómicas (estabilidad y crecimiento) determinan el contexto en el cual los emprendedores identifican oportunidades y toman la decisión de emprender. Ciertos aspectos culturales de una sociedad tales como la valoración social positiva del emprendedor, las actitudes frente al riesgo de fracasar y la presencia de modelos empresariales cercanos, condicionan la formación de las vocaciones para emprender (Thurik y Wennekers, 2004). En sociedades con culturas favorables a la empresariedad es más factible que las personas deseen emprender para ganar reconocimiento social, para ser independientes o para seguir los pasos de otros empresarios a los que admiran. En esta construcción cultural, el sistema educativo desempeña un rol positivo en la empresariedad, motivando a los alumnos y estudiantes a pensar en emprender.

La estructura productiva y su dinámica condicionan el tipo de experiencia laboral y profesional que las personas pueden adquirir antes de ser empresarios y, por consiguiente, puede contribuir en diverso grado al desarrollo de competencias emprendedoras en la población trabajadora y en la formación de sus redes de relaciones (Audrestch, 1994).

La existencia de redes sociales (amigos, familia), institucionales (asociaciones empresarias, universidades, centros de investigación, agencias de desarrollo, etc.) y comerciales (proveedores, clientes) puede impulsar el proceso emprendedor, por ejemplo facilitando el acceso a los recursos necesarios para emprender, al apoyo para resolver problemas y a la información sobre oportunidades. (Johannisson y Mönsted, 1997).

El buen funcionamiento de los mercados de factores también incide sobre el fluido acceso a los recursos financieros, a la oferta de trabajadores calificados y de servicios de desarrollo empresarial, y a los proveedores de tecnología e insumos intermedios. El acceso a financiamiento es de particular importancia para el lanzamiento de la empresa y para sus primeros años de vida (Mason, 1998).

También el conjunto de normas y regulaciones gubernamentales inciden sobre la creación de empresas, pudiéndose mencionar impuestos, trámites necesarios para formalizar una nueva firma, e iniciativas y programas de fomento a la empresariedad. El proceso emprendedor se ve favorecido en aquellos ámbitos donde existe adecuado apoyo para quienes buscan crear y/o hacer crecer sus empresas (Lundström y Stevenson, 2002; Angelelli y Prats, 2005).

En síntesis, tanto en el ámbito teórico como en el empírico existen evidencias sobre el papel positivo que tiene el nacimiento de empresas en el crecimiento económico y el empleo, aún cuando este impacto positivo requiere de un largo plazo para materializarse.

III. Reciente evolución del proceso de creación de empresas en la Argentina

La recuperación de la economía argentina que se observa entre el 2003 y el 2007 se puede claramente verificar tanto en el número creciente de empresas formales como en la reversión de la performance negativa registrada en la tasa neta de creación de nuevas empresas en el quinquenio inmediato anterior al año 2003. En este período, las jóvenes, micro y pequeñas empresas fueron el tramo de firmas con mayor crecimiento neto del empleo, aunque su volatilidad en términos de destrucción-creación del empleo se fue ampliando al final de período bajo análisis y su ritmo de crecimiento haya ido disminuyendo *pari-passu* el agotamiento de la inercia derivada de la recuperación post-crisis (BADE MTEySS).

Sin embargo, según distintos estudios (Kantis y otros, 2003, 2004 y 2006) los talentos y capacidades de la población argentina no se canalizan en forma efectiva hacia la creación de empresas sostenibles y dinámicas, aún cuando la crisis ha generado, para una parte significativa de la población (más del 15% según GEM), la necesidad de explorar la iniciativa de emprender.

CUADRO 1
EVOLUCIÓN EMPRESARIAL ARGENTINA, INDUSTRIA, COMERCIO Y SERVICIOS

	Total	Crecimiento anual	Tasa de crecimiento anual
4º Trim. 2007	450 754	9 063	2,1
4º Trim. 2006	441 691	20 067	4,8
4º Trim. 2005	421 624	23 945	6,0
4º Trim. 2004	397 679	37 554	10,4
4º Trim. 2003	360 125	16 947	4,9
4º Trim. 2002	343 178		

Fuente: BADE – MTEySS.

Las estadísticas dedicadas al seguimiento de la creación y destrucción de empresas indican un importante cambio de tendencia desde fines del año 2002. En la Argentina, luego del

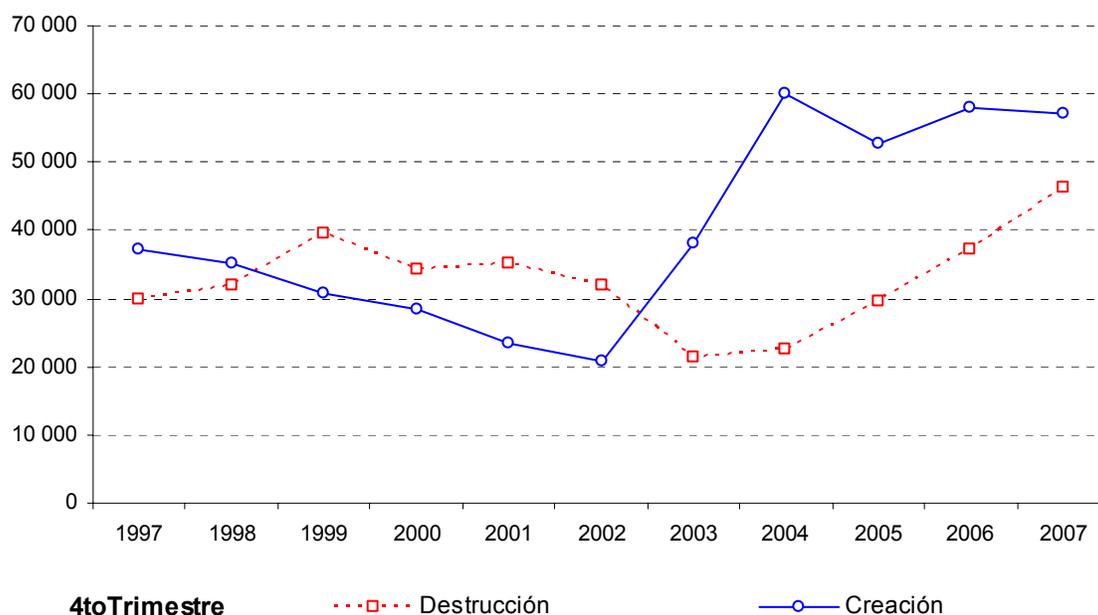
largo período de recesión y depresión iniciado en 1998, recién hacia finales de 2003 comenzó a revertirse la dinámica empresarial negativa. Así, en el período 2003/2007 el proceso de creación de empresas fue positivo ya que de un stock de 343.000 empresas al 31/12/2002, se pasó a un total de 451.000 firmas al 31/12/2007, incorporándose formalmente a la economía argentina algo más de 100.000 nuevas empresas.

La mitad de la creación bruta de empleo y más de la mitad del cambio neto fue generado por empresas jóvenes (Castillo y otros, 2006). El protagonismo de las empresas jóvenes fue mayor entre las Pymes, y explicaba el 56% de la creación bruta y el 71% del cambio neto. La dinámica de empleo, en especial el industrial en el período inmediato posterior a la crisis del 2002 es intensiva en la acción de empresas Pymes y de nuevas empresas.

En el año 2007 nacieron unas 57.000 empresas y murieron 46 mil firmas; 2005 fue el mejor año de la post-convertibilidad, con 62.000 nuevas empresas y 26.000 cierres. En el 2002, en lo peor de la crisis, abrieron sólo 19.000 empresas y cerraron 38.000, y el el stock de empresas se ubicó, ese año, en el piso de 343.000 empresas⁶.

No hay que dejar de tener presente que el crecimiento del empleo es el resultado de la dinámica de las empresas que permanecen en la actividad, sumada a los puestos creados por las empresas que nacen, deducidos los que destruyen los cierres de firmas. En promedio, en el período post crisis, 2002-2007 (cuarto trimestre de cada año), la tasa de crecimiento neto de empresas fue del 5,6% promedio anual, lo que equivale a unas 20.000 firmas por año. La creación bruta de empresas para el período señalado alcanzó a unas 38.000 firmas, y se destruyeron unas 18.000 empresas por año.

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN EMPRESARIAL ARGENTINA
(Número de empresas)



Fuente: BADE – MTEySS.

⁶ Para esta sección se utilizan los datos elaborados por el Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

El empleo creado por las empresas nacientes en el primer año de actividad equivalió al 4% del empleo total en promedio en el período post-crisis 2002, lo que a priori parece reducido. Sin embargo, en el período estudiado la tasa de nacimiento adquiere mayor importancia si se tiene en cuenta el segmento de las microempresas, sobre el que su participación fue sustantivamente mayor debido al reducido tamaño inicial de los ingresantes. En la Argentina, para el período 1996-2005 el tamaño inicial osciló en torno a los cuatro ocupados promedio ya que en general, las empresas ingresan al mercado con un tamaño inicial reducido y tienen un crecimiento acelerado en sus primeros años de vida. (Mata, Portugal y Guimaraes, 1995).

Si se considera al conjunto de las empresas con menos de seis años de antigüedad (empresas más jóvenes), la participación en el empleo total asciende al 26% y representa el 49% del total de firmas en actividad, mientras que las firmas con menos de 10 años (empresas jóvenes) concentran el 44% del empleo y el 73% del total de las firmas.

En los cinco años de crecimiento registrados desde el año 2002, se puede verificar que las empresas nuevas sumadas a las jóvenes concentraron cerca del 41% del total del empleo hasta 2007. A su vez, las empresas nuevas sumadas a las jóvenes, en la Argentina, generaban más empleo y, por ende, tuvieron un impacto mayor sobre el tejido productivo del país en comparación con otros países a nivel internacional.

Aunque la influencia de las nuevas empresas argentinas en el empleo total de cada año parece reducida, si se toma en cuenta el proceso evolutivo de esas firmas, su aporte al empleo adquiere creciente importancia. Los nacimientos de empresas explican alrededor del 24% de la creación bruta anual de empleo que, sumada al aporte al nuevo empleo de las empresas jóvenes, concentran el 72% de la creación de empleo para el período 1996-2007.

Por el contrario, también es relevante mencionar que, en el extremo opuesto a las características de las empresas jóvenes que se ha señalado, si bien éstas son importantes creadoras de empleo, también son grandes destructoras del mismo. Es ampliamente conocido que el grupo de empresas jóvenes constituye un segmento en el cual el empleo es menos estable en comparación con las empresas maduras (Davis, Haltiwanger y Schuh, 1997).

En efecto, en el período 1996-2007, las empresas jóvenes explicaron el 44% del empleo total, el 72% de la creación bruta y el 60% de la destrucción bruta de puestos. En este grupo de empresas jóvenes, operan dos variables en sentido inverso. En el inicio el crecimiento es más rápido pero, a su vez, “la mortalidad infantil” de empresas jóvenes es también elevada (Geroski, 1995).

Por su parte, es importante señalar también que en el período 1995-2000, inmediato anterior a la crisis, la tasa de creación bruta de empleo industrial disminuyó a medida que aumentaba la antigüedad de las empresas analizadas. Al mismo tiempo, hay que reconocer que la tasa de destrucción bruta es más elevada en las firmas jóvenes que en las firmas maduras. De todos modos, y a pesar de la recesión vigente desde 1998, en el período 1995-2000, la creación neta de empleo fue fuertemente positiva para las firmas nacientes (hasta 2,5 años de antigüedad = +27,8%) en contraste con las tasas negativas verificadas en el resto de los estratos según edad.

El trabajo de Castillo también ofrece evidencia empírica acerca de que la mayor tasa de rotación de empleo en empresas jóvenes se explica por la elevada “mortalidad infantil” verificada en ellas (12% anual para las empresas con hasta 2,5 años de antigüedad y 15% para las firmas con hasta cinco años de edad).

Dentro del conjunto de empresas jóvenes, se destacan un conjunto dinámico de pequeñas empresas denominado Gacela (Kantis y otros, 2004). Más de dos tercios de las empresas dinámicas son firmas jóvenes, es decir, con menos de siete años de antigüedad y explican el 30% del empleo creado. Estas empresas jóvenes dinámicas registran comportamientos estratégicos bien marcados, con diferenciales en inversión, innovación y diseño con relación al resto de empresas jóvenes.

De ese conjunto de empresas dinámicas, se destaca en ellas un esfuerzo especial en el proceso de inversiones en tecnología y procesos productivos a la vez que generan un impacto de mayor calidad en el empleo al demandar recursos humanos con mejor nivel de calificación. También se puede verificar que en ese proceso de inversiones, se genera un mejor y mayor acceso a financiamiento, en el cual no sólo obedece a una mayor dosis de capital propio sino a una mayor importancia y generalización de las redes de negocios, como fuente de nuevas ideas para el acceso a recursos, entre otros “derrames”. Si bien las empresas que reúnen estas características son minoría, alrededor del 6%, son poderosas usinas generadoras de nuevos puestos de trabajo (Kantis y Federico, 2007).

De las aproximadamente 100.000 empresas creadas desde la salida de la crisis, fueron identificadas 6.230 que no sólo habían logrado sobrevivir sino que además son responsables de poco más de 163.000 puestos de trabajo, explicando alrededor del 50% del empleo generado por el total de firmas nuevas⁷.

La creación o destrucción de empleo está asociada al tipo de estrategias empresariales implementadas. Así las empresas que lograron crecer presentan estrategias de mercado más ofensivas y realizan mayores esfuerzos de inversión orientados a la compra de equipos para lograr mayor productividad y calidad, y también mayores esfuerzos para incorporar nueva tecnología y diseño.

Estas empresas de alto crecimiento si bien son una minoría, son más importantes para la economía argentina que en los años noventa, como consecuencia del cambio en el contexto de oportunidades. También se observa que el sector industrial tiene un peso mayor que en la década anterior. En el sector industrial lo que predomina son emprendimientos intensivos en mano de obra en general y, en especial, calificada, es decir, son negocios que demandan una mayor participación de ingenieros y técnicos. Este grupo, a su vez, responde a condiciones microeconómicas que se diferencian del resto de las nuevas empresas, destacándose un mayor y mejor acceso al financiamiento. Ello reafirma la hipótesis de la importancia del fluido acceso a recursos financieros por parte de las empresas jóvenes.

⁷ A estas empresas se las conoce como Gacelas o NACE, es decir, Nuevas empresas con Alto Crecimiento del Empleo por el equipo de trabajo del Programa de Desarrollo Emprendedor de la Universidad Nacional de General Sarmiento y del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

IV. Financiamiento de empresas Pymes y jóvenes: breve repaso de la bibliografía

La teoría de la intermediación financiera sugiere que los bancos se especializan en la producción de información y el diseño de contratos de préstamos de manera de resolver los problemas de racionamiento crediticio de las empresas Pymes, donde las asimetrías de información son más importantes (Lehmann y Neuberger, 2001).

Un sistema financiero consiste, básicamente, en un *set* institucional diseñado para transformar ahorro en inversión; para lo cual se utilizan leyes, decretos, circulares, etc. que “coordinan” y supervisan el funcionamiento del sistema a través de instrumentos y/o vehículos. Sin embargo, también es importante reconocer la influencia en el sistema de los usos y costumbres bancarias que se van acumulando y evolucionando con el paso del tiempo (influyen la manera de relacionarse entre las entidades y sus clientes prestatarios, ver Berger y Udell, 2004). Las nuevas propuestas de negocios ante los financistas normalmente sufren la no existencia de antecedentes (*track-record*) en el desarrollo del tipo de negocio propuesto (inexistencia y/o dificultad extrema para evaluar *ex -ante* la bondad del proyecto – Baumol, 1997; Mason, 1998; Beck y otros, 2000). Esta situación se ve agravada en el caso de nuevas empresas que involucran la introducción de innovaciones tecnológicas. Así, el financiamiento del proceso de creación de empresas implica para los bancos un importante desafío (Diamond, 1991; Storey, 1994; Baumol, 1997).

El problema de la asimetría de la información surge cuando se viola el supuesto de información perfectamente distribuida entre todos los actores, operando en mercados de competencia perfecta, y no se logra que agentes racionales operen en un mercado con asignación eficiente de recursos (Stuart y Suaznábar, 2004). Dado que la obtención de información es costosa, los bancos tienden a realizar el proceso hasta el punto en que los beneficios marginales esperados de esa búsqueda sean igual a cero. Si la asimetría de información remanente induce un riesgo *premium*, estas firmas deberán hacer frente a condiciones de seguridad por parte de los bancos (materializadas a través de las conocidas garantías) en vez de enfrentar precios más altos por el financiamiento (Stiglitz y Weiss, 1981).

Es típico que las empresas Pymes provean menos información a terceros (financistas) que las grandes firmas. A su vez, el grado de asimetría de información depende de la antigüedad

(correlación inversa), tamaño (correlación inversa) y figura jurídica y/o legal que la contiene (Stiglitz y Weiss, 1981; Lehmann y Neuberger, 2001).

En el caso de pequeñas empresas que buscan acceso a financiamiento, los altos costos de transacción relacionados con la obtención y entrega de información resultan en un racionamiento del crédito. Sin embargo, para las nuevas empresas el problema de acceso a mercados formales de financiamiento es aún más grave. Una empresa recién creada carece de historial de crédito y, por tanto, es prácticamente imposible un análisis tradicional de riesgo crediticio y de descuento de flujos de caja futuros, a la vez que los banqueros no han podido establecer consistentes lazos de relación con la empresa (Gertler, 1988). Así, diversos estudios han utilizado tanto la edad como el tamaño como criterios para clasificar firmas con restricciones y sin restricciones financieras (Deveraux y Schiantarelli, 1990; Oliner y Rudebusch, 1992).

Así, en el caso de las empresas jóvenes, el problema es más complejo ya que no sólo se trata de información asimétrica, sino también de falta de información (o en el mejor de los casos de información incompleta). Así, las empresas jóvenes deben enfrentar obstáculos más importantes que el resto de las firmas, en su proceso de financiación, a la vez que este tipo de empresas tienen también una mayor sensibilidad en su *cash-flow* y/o en sus requerimientos de inversión (Devereux y Schiantarelli, 1990; Oliner y Rudebusch, 1992; Beck y otros, 2004).

La incertidumbre está relacionada con la falta de información pasada, necesaria para poder inferir la probabilidad de los eventos futuros. Las asimetrías de información están asociadas con la falta de acceso a la información de, por lo menos, uno de los agentes involucrados. En este caso, la información también es necesaria para inferir resultados futuros del proyecto en cuestión que, en el caso concreto de una transacción financiera, sirve para inferir los riesgos de no pago de un crédito. Sin embargo, el acceso a la información no supone que ambos agentes compartan la misma visión sobre el futuro; éstos pueden tener distintos modelos de formación de expectativas o asignar probabilidades diferentes a la realización de eventos.

Para resolver el problema de falta de información los financistas suelen optar por solicitar a los emprendedores garantías, es decir, un activo (en lo posible suficientemente líquido) que sirva como cobertura en caso de falencia (la propia regulación emanada del banco central incentiva a solicitar este tipo de garantías preferidas). En América Latina, en general, el bajo desarrollo de los mercados de “securitización” de activos y los obstáculos del sistema legal limitan la diversificación de instrumentos que actúen como garantías mitigantes del riesgo financiero (acercar el “piso de riesgo” emprendedor con el respectivo “techo” aceptable por los bancos)⁸.

En América Latina, al contrario de lo que ocurre en las economías desarrolladas, los fondos de capital riesgo son un fenómeno relativamente reciente y de baja participación en el mercado de financiamiento a nuevas empresas (Stuart y Suaznabar, 2004). El bajo nivel de desarrollo de los mercados financieros, entre otros factores, impide la proliferación de instrumentos de financiamiento de este tipo.

El desarrollo de *Venture Capitals* (VC) en los Estados Unidos, economía que cuenta con un sistema financiero basado en el mercado, presenta una *performance* exitosa en el financiamiento de nuevas empresas, lo que contrasta positivamente con el proceso de financiamiento de nuevas empresas en Europa, cuyo sistema está basado en el desempeño de los bancos (Baeyens y Manigart, 2006).

⁸ A menudo este comportamiento conduce a un problema de “garantías en exceso” cuando, con el fin de reducir los costos potenciales de la ejecución de la garantía o de ejecutar colaterales menos líquidos, se piden garantías que superan el valor del crédito (es práctica habitual solicitar entre el 140 y 200% del valor del financiamiento otorgado).

Sin embargo, el problema del acceso al financiamiento parece ir más allá de problemas de información, al incluirse en el análisis los problemas que surgen del propio proceso de intermediación financiera, ya que el marco teórico antes señalado subestima las diferencias entre las estructuras de los sistemas financieros de cada país y de sus sistemas de préstamos utilizados, en el nivel de acceso y disponibilidad de financiamiento a las empresas Pymes (Berger y otros, 2004; Studart y Suaznábar, 2004). Se trata de describir el doble plano en el que se desenvuelve el mecanismo de financiamiento a empresas Pymes: por un lado, la presencia de diferentes tipos de entidades financieras y de sus actividades en el marco de la competencia y, por el otro, la existencia de un sistema financiero, con sus reglas y las condiciones establecidas para el funcionamiento del sistema financiero por las autoridades gubernamentales y que afectan las posibilidades de financiar diferentes tipos de clientes.

Las tecnologías de financiamiento transaccionales están primariamente basadas en información cuantitativa (*hard*) posible de ser observada y verificada durante el proceso de originación del préstamo. Esta información *hard* incluye, entre otros, *ratios* financieros calculados a partir de estados contables auditados, *credit-scores* estimados sobre información del *track-record* de los clientes Pymes y de sus propietarios aportada por los burós de crédito, o información contabilizada y transmitida por los propios clientes. Esta información puede ser fácilmente recolectada, verificada y transmitida a través de los canales de comunicación de la entidad financiera. Las tecnologías de transacciones individuales se diferencian por el tipo y fuente de información *hard* que es la principal base para tomar la decisión crediticia.

Las tecnologías de financiamiento a partir de las relaciones, se basan fundamentalmente en información cualitativa (*soft*) recolectada por el contacto a lo largo del tiempo con los propios clientes Pymes (empresas, propietarios y gerentes) como miembros de una comunidad local. Esta información *soft* incluye el carácter y la confianza de los oficiales de crédito en los propietarios de las empresas Pymes (a partir de la experiencia en el contacto directo con el cliente) y/o en las perspectivas futuras de la empresa Pyme a partir de juntar información emanada de los proveedores, clientes, etc. relacionados con el cliente, potencial prestatario. La información *soft* puede ser, a menudo, apropiada por el oficial de crédito y, en algunos casos, no es perfectamente transmisible al interior de la entidad financiera. (Berger, Miller, Petersen, Rajan, y Stein, 2004).

Hay un número importante de razones en virtud de las cuales los bancos grandes pueden tener ventajas comparativas en el empleo de tecnologías para el financiamiento transaccional basadas en información *hard*, mientras que las pequeñas instituciones pueden tener ventajas comparativas en el uso de tecnologías de préstamos basadas en las relaciones y en información *soft*. Los grandes bancos pueden captar economías de escala en el procesamiento de información *hard*, pero suelen ser incapaces de alcanzar las ventajas de procesar adecuadamente la información *soft* porque es de difícil transmisión y cuantificación a través de los canales internos a las instituciones grandes (Stein, 2002; Cole y otros, 2004; Berger y otros, 2004).

El sistema de financiamiento a Pymes basado en *credit-scoring* es empleado por los grandes bancos para analizar solicitudes de empresas Pymes (Berger y Udell, 2004). Esta tecnología está basada en el *track-record* y en la capacidad de crédito del propietario de la empresa Pyme, más que en los duros *ratios* financieros de la propia empresa. A su vez, la tecnología de préstamo basado en los activos es empleada, a menudo, por los bancos grandes para financiar el segmento Pyme (más opaco). Estas operaciones implican relativamente más elevados costos de procesamiento de la información suministrada por el cliente y su auditoría de veracidad (valuación de inventarios, flujo de fondos, etc.), a la vez que se involucran garantías como elemento clave de decisión por parte del financista.

Emergen diferencias claras si se trata de grandes o pequeñas instituciones, de capital nacional o extranjeros, de propiedad estatal o de capital privado. También ha merecido la

atención de la bibliografía los efectos que tiene la concentración del mercado financiero sobre el financiamiento a Pymes (Petersen y Rajan, 1995). Bajo el enfoque de relaciones de financiamiento, aparecen problemas adicionales de agencia creados dentro de las propias instituciones. Los oficiales de crédito, que tienen contacto directo a lo largo del tiempo con sus clientes Pymes y son los depositarios del *stock* de información *soft* generada por esas relaciones con clientes, no puede transmitir claramente esa información a la dirección superior de la entidad bancaria. Esto genera ventajas competitivas a las pequeñas instituciones con menores costos de agencia porque típicamente tienen menor distancia entre la dirección superior y sus oficiales crediticios (existen normalmente menos capas o estratos jerárquicos (Berger y Udell, 2002, 2004).

Asimismo, los bancos grandes tienen desventajas en el desarrollo de relaciones de financiamiento con empresas Pymes por sus propias diseconomías organizacionales, y por su tendencia a proveer asistencia financiera a grandes corporaciones (Williamson, 1967 y 1988).

Adicionalmente, las instituciones grandes desarrollan relaciones menos duraderas, menos exclusivas, más impersonales y distantes con sus clientes Pymes (Berger, 2004). A diferencia de sus clientes corporativos, en los cuales el *management* está en permanente mutación y su grado de compromiso es sólo profesional, las empresas Pymes se basan en interlocutores dueños y/o gerentes de baja rotación con alto nivel de compromiso personal.

El mercado también podría estar operando de manera de direccionar el segmento de empresas Pymes poco transparentes hacia financistas caracterizados por su pequeño tamaño y acción local, que operan con tecnología de préstamos basados en las relaciones. La evidencia empírica del proceso de fusiones entre entidades financieras sobre el financiamiento a Pymes ofrece también sustento a suponer que luego de la fusión, estas entidades más grandes tienden a disminuir su presencia como prestamistas de empresas Pymes, dejando espacio a las entidades locales (Berger y otros, 1998, Berger y otros, 2001, Avery y Samolyk 2004). Así, pensar en la posibilidad de incentivar la creación de nuevas entidades con acción local aparece como necesario para sostener la oferta de financiamiento a empresas Pymes (Berger y otros, 2004).

La comparación internacional permite afirmar que las participaciones más elevadas en los sistemas financieros nacionales de pequeños bancos están asociadas positivamente con el mayor financiamiento a empresas Pymes (Berger y otros, 2004). La experiencia empírica también sugiere que si el ambiente regulatorio es restrictivo para las instituciones financieras, conduce a la reducción de financiamiento para las empresas Pymes.

El análisis de los problemas de acceso al financiamiento de nuevas empresas se ha concentrado en utilizar la teoría de la agencia y el enfoque de las asimetrías de información, cuyos análisis involucran implícitamente los supuestos de trabajar sobre mercados financieros desarrollados, en los que la volatilidad macroeconómica (relativa estabilidad) es neutral (Stuart y Suaznábar, 2004).

Así, existen evidencias de que la estructura de financiamiento de la empresa depende más de la estructura y de las prácticas financieras del país donde opera que de las características de la propia empresa (Unión Europea, 2001). En América Latina, la existencia de mercados no completamente desarrollados es una cuestión clave para explicar los problemas de acceso a financiamiento frente a países más desarrollados que cuentan con sistemas financieros más profundos.

A principios de esta década, los sistemas financieros de las economías en vías de desarrollo y de los latinoamericanos en particular presentaban problemas estructurales, entre los que se destaca que estos sistemas financieros tienen un tamaño relativamente pequeño, con una oferta crediticia restringida que limita sus operaciones financieras a actividades de bajo riesgo y a corto plazo. Su tradicional vulnerabilidad de los años noventa a los *shocks* externos ha

disminuido parcialmente en algunos países de América Latina como Brasil y Argentina, luego de las crisis sufridas en los años 1999 y 2001 (Studart y Suaznábar, 2004)

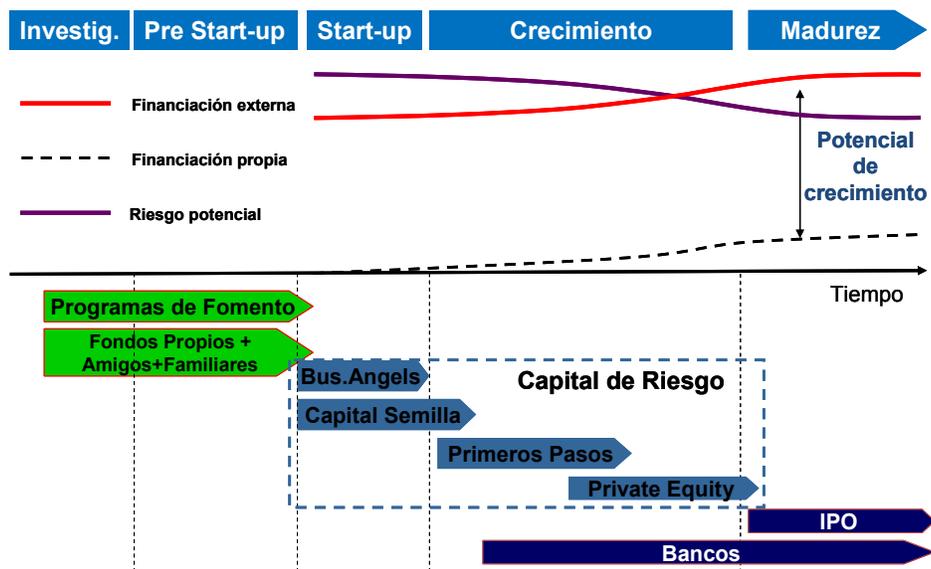
Una cuestión adicional en la temática analizada la constituye la volatilidad de los ciclos económicos registrada en países como la Argentina. Así, el problema de las asimetrías de información involucra un factor adicional con elevada influencia derivada de las condiciones y perspectivas macroeconómicas para los prestatarios, es decir, que el diferencial de riesgo no sólo está asociado al tipo de proyecto y de gestión que realiza una empresa individual. El grado de volatilidad macroeconómica es una de las diferencias importantes entre los escenarios en los que operan los emprendedores latinoamericanos y los de economías más desarrolladas.

América Latina ha experimentado en la década de los años noventa niveles de volatilidad mucho más significativos que en el caso de economías más desarrolladas, como la Unión Europea o las economías de la OCDE (Studart y Zuasnábar, 2004). Mayor volatilidad macroeconómica y subdesarrollo relativo del sistema financiero implican mayores riesgos al momento de analizar el financiamiento para las nuevas empresas latinoamericanas en comparación con empresas nuevas en economías más desarrolladas, a la vez que conducen a tasas de interés más altas y plazos de amortización más cortos.

V. Acceso a financiamiento como factor-influencia en la actividad emprendedora argentina

Dentro del proceso emprendedor, interesa a los fines de este estudio concentrarse en las condiciones de los mercados de factores productivos, en especial el acceso a financiamiento adecuado y dentro de este factor, la disponibilidad de recursos financieros para empresas jóvenes, es decir aquellas que habiendo lanzado su actividad, se encuentran en sus primeros años de vida.

GRÁFICO 3
FINANCIAMIENTO DE LAS PRIMERAS FASES DE UN EMPRENDIMIENTO



Fuente: elaboración propia sobre la base de Mason, 1998.

El financiamiento de las primeras fases de un emprendimiento en general comienza con la inversión de recursos financieros originados en el propio capital de los emprendedores y en los que pueden obtener de la red de vínculos personales (Winborg y Lanström, 2000; Kantis, 2004).

En estos primeros pasos, el acceso al financiamiento por parte de empresas jóvenes se ve influido negativamente por factores tales como inmaduro desarrollo de productos, riesgo de mercado, disponibilidad de capital, solvencia patrimonial, estructura de propiedad y decisión (familiares involucrados), insuficiente *track record* en el mercado (Van Auken, 2004; Timmons 1999).

Los emprendedores/inversionistas son quienes aportan los recursos financieros para que el proyecto empresarial se pueda concretar. Algunos inversores actúan como mentores de los emprendedores, apoyándolos en su desarrollo profesional. Los programas de fomento públicos (o cuasi-públicos) se concentran en acercar al emprendedor, capacidades y recursos económicos, aunque estos instrumentos todavía son escasos en Latinoamérica (ver Gráfico 3). En la etapa de inicio (*start-up*) la empresa comienza a operar formalmente y busca desarrollarse hasta lograr el punto de equilibrio operativo. En los primeros años de actividad, el capital propio del emprendedor sumado al apoyo de familiares, amigos y/o inversores no formales, se torna insuficiente para financiar las oportunidades de negocios que se presentan. Es el momento de acceder a recursos externos de financiamiento, pero debido a la falta de trayectoria y de garantías el acceso al financiamiento bancario se hace muy difícil.

En esta etapa de crecimiento temprano de la empresa, el nivel de riesgo del negocio sigue siendo alto y las necesidades de financiamiento crecientes, por lo que la intervención de fondos de capital de riesgo se transforma en la respuesta adecuada a las demandas de recursos financieros. Sin embargo, estos instrumentos tienen todavía escasa importancia en Latinoamérica. Usualmente los fondos de capital de riesgo adicionalmente asisten a las empresas en las que invierten con redes de contacto y capacidades para el acceso al financiamiento bancario.

La teoría financiera tradicional sugiere que las firmas deben conformar una estructura de capital que maximice el retorno de la inversión a la vez que satisfacer los requerimientos de los analistas de riesgo involucrados (Van Auken, 2004). Sin embargo y más allá de los especiales motivos que pueden conducir a los emprendedores en su trayectoria de capital, los propietarios de nuevas empresas en general carecen de adecuada información acerca de su rango de alternativas de financiamiento, tanto en diversidad de instrumentos como de oportunidad de acceso⁹, lo que determina que el emprendedor se ubique en un nivel subóptimo en su estructura de financiamiento (Stuart y Suaznabar, 2004; Altman y Sabato, 2006).

A su vez, las empresas deben enfrentar la mayor o menor eficiencia con que actúan los mercados financieros a los que tienen acceso. En el caso de las empresas Pymes y, en particular, el de las más jóvenes, el mercado financiero de referencia es el doméstico y geográficamente más cercano a su localización (lejos del concepto de globalización).

En la Argentina, el sistema financiero se caracteriza por un escaso desarrollo de los mercados de capitales y una presencia importante de intermediarios financieros bancarios (Salloum y Vigier, 1997; Bleger y Rozenwurcel, 2000; Ascúa, 2005; Ruda y otros, 2006). Estos agentes se ocupan tanto de las transacciones operativas de corto plazo como de estructurar financiamiento de largo plazo a las empresas. Ello atenta contra la igualdad de atención de los distintos segmentos de mercado y/o agentes solicitantes de financiamiento. De esta morfología del sistema de intermediación financiera argentino deviene la carencia de nuevos instrumentos que se adecuen a las diferentes necesidades del mercado.

⁹ El emprendedor debe enfrentar la incertidumbre de “perder” la oportunidad de acceder a mejor y mayor financiamiento futuro, sin disponibilidad de acceso al momento de decidir satisfacer esa necesidad.

Asimismo, es dable destacar que tanto las “barreras al financiamiento” de empresas Pymes (“sector poco transparente u opaco”) derivadas de las características de una oferta dominada por entidades bancarias extranjeras y de gran tamaño, como los obstáculos derivados de la volatilidad macroeconómica, típica de países en vías de desarrollo como la Argentina y que se materializan a menudo a través de crisis financieras, representan significativas causas de disminución de asistencia financiera a empresas Pymes (Berger y otros, 2001).

El acceso a la financiación de la nueva empresa es uno de los principales problemas a superar (Veciana, 2005; y Kantis, 2004) y las causas del problema son de índole diversa. Por ejemplo, los instrumentos de financiación que ofrece el sistema financiero tradicional, básicamente representado por entidades bancarias, no se ajustan a las necesidades de las nuevas empresas. En general, los bancos ofrecen préstamos (deuda) siguiendo la lógica de la evaluación ex-ante del negocio y la disponibilidad del empresario a otorgar garantías.

Sin embargo, el nuevo empresario en su etapa inicial necesita medios de financiación a medio y a largo plazo para poder lanzar y madurar con éxito el proyecto empresarial. Los «microcréditos» pueden ayudar a microempresas y a la auto-ocupación, pero no resuelven el problema financiero de la gran mayoría de nuevas empresas. El capital riesgo, en sus distintas modalidades y procedencias, constituye una valiosa fuente de financiación para las nuevas empresas, en especial aquellas innovadoras y basadas en las nuevas tecnologías. Lamentablemente, no se puede soslayar el hecho que aún incluyendo a la mayoría de los principales países desarrollados, las nuevas empresas financiadas por firmas de capital de riesgo constituyen aún un porcentaje muy reducido del total de empresas creadas.

El desarrollo de mecanismos para facilitar el acceso a capital y financiamiento, emerge como uno de los mecanismos más influyentes en la concreción de una idea empresarial, pudiéndose citar alternativas tales como programas de micro-crédito, redes de ángeles inversores, fondos de capital semilla e instrumentos especialmente diseñados para nuevas empresas. Diversos estudios han demostrado que la disponibilidad de financiamiento afectó más negativamente las condiciones iniciales bajo las cuales las empresas comenzaron a operar (tamaño de arranque más reducido, nivel tecnológico inferior) que la decisión final de comenzar o no comenzar la nueva actividad, en la cual antepusieron sus motivaciones positivas a las restricciones del contexto (Kantis y Federico, 2007).

Las principales fuentes de fondos para el lanzamiento son los ahorros personales de los socios, seguidos por el crédito comercial de proveedores y por la compra de equipos y máquinas usadas. Las fuentes financieras externas (bancos, capital de riesgo) no son utilizadas por la mayoría de los emprendedores, fundamentalmente por las restricciones impuestas desde la oferta y por lo inadecuado del financiamiento bancario para el proyecto, aunque también por la falta de información, por el aumento del riesgo implícito en ese tipo de financiamiento o por la preferencia de los emprendedores de conservar el control de sus negocios (Kantis y otros, 2004). El capital de riesgo es un mecanismo con muy escasa presencia, restringido al sector basado en el conocimiento.

Las dificultades para acceder a financiamiento es uno de los factores más relevantes que impiden la expansión de las nacientes empresas pequeñas. Es ampliamente conocido que las jóvenes Pymes no encuentran las mismas facilidades para acceder a capital que las grandes compañías con sólida trayectoria.

VI. El sistema financiero en la Argentina

A modo de presentación contextual en esta sección se incluye una breve descripción del sistema financiero argentino, el cual se caracteriza por un escaso desarrollo de los mercados de capitales y una presencia importante de intermediarios financieros bancarios (Salloum y Vigier, 1997; Bleger y Rozenwurcel, 2000; Ascúa, 2005; Ruda y otros, 2006). Estos agentes se ocupan tanto de las transacciones operativas de corto plazo como de estructurar financiamiento de largo plazo a las empresas, acciones que en cierta medida atentan contra la igualdad de atención de los distintos segmentos de mercado y/o agentes solicitantes de financiamiento. De esta morfología del sistema de intermediación financiera argentino deviene la carencia de dinámica en la generación de nuevos instrumentos que se adecuen a las diferentes necesidades del mercado¹⁰.

Asimismo, es dable destacar que tanto las “barreras al financiamiento” de empresas Pymes (“sector calificado por las entidades bancarias como poco transparente u opaco”) derivadas de las características de una oferta dominada por entidades bancarias extranjeras y de gran tamaño, como los obstáculos derivados de la volatilidad macroeconómica, típica de países en vías de desarrollo como la Argentina y que se materializan a menudo a través de crisis financieras, representan significativas causas de disminución de asistencia financiera a empresas Pymes (Berger y otros, 2001).

La oferta de crédito al sector Pymes basado en relaciones depende entre otros muchos factores si el grupo de entidades “ingresantes” al mercado compensan el cambio en la oferta y si las regulaciones prudenciales de las autoridades financieras incentivan adecuadamente la atención del sector Pymes.

A partir de la implementación del plan de convertibilidad en 1991 y del proceso de liberalización general de la economía argentina, el sistema financiero se vio transformado sustancialmente, de la mano de un fuerte crecimiento de los agregados monetarios y de una importante reducción del número de entidades *pari-passu* con el nivel de concentración del sistema en pocas instituciones financieras (Bleger y Rozenwurcel 2000). El efecto tequila desatado en diciembre del año 1994 provocó una importante transformación en el sistema bancario argentino, profundizándose el sesgo discriminatorio de la asistencia crediticia a las

¹⁰ Son prácticamente inexistentes en Argentina las empresas de *venture capitals*, cuando han tenido gran suceso en financiar las primeras e innovadoras fases de un emprendimiento.

firmas Pymes. La experiencia recogida a nivel internacional revela que los grandes bancos tienden a prestar menos a las Pymes que los pequeños bancos regionales o locales y a concentrar su cartera de créditos en deudores de alta calidad (Berger y otros, 2004).

Entre diciembre de 1991 y diciembre de 2001 la cantidad de bancos privados de capital nacional disminuyó de 182 a 34 entidades y su participación en el total de activos cayó del 66% al 30%. Durante este mismo lapso, el número de bancos de capital extranjero creció de 27 a 37 y su *market-share* en activos pasó del 14% al 53%. Por su parte, los bancos estatales durante este período también redujeron de manera significativa su cantidad, de 31 a 13 entidades.

El volumen del crédito bancario entre 1991 y el año 2001 creció significativamente, multiplicándose cinco veces, alcanzando un nivel máximo a mediados del año 1999 si se toman exclusivamente los saldos de préstamos otorgados al sector privado no financiero. Parte importante de ese crecimiento en el crédito fue a financiar el gasto de las familias en consumo y vivienda en tanto disminuyó la proporción dirigida a los sectores productores de bienes, especialmente la industria. Durante este período, el dinamismo del crédito se ubicó en las operaciones nominadas en moneda extranjera, las que llegaron a representar cerca de las dos terceras partes de este agregado (BCRA, 2001).

Según la información que suministra el “BCRA” estructuralmente alrededor del 7% de las financiaciones otorgadas por el sistema se ha dirigido al sector que podría ser denominado como de pequeñas empresas, es decir aquellas operaciones de crédito comercial asimilables a cartera de consumo¹¹.

CUADRO 2
SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO. PRINCIPALES INDICADORES

	Dic. 96	Dic. 97	Dic. 98	Dic. 99	Dic. 00	Dic. 01
Total de financiaciones (millones de RA\$)	76 406,60	88 646,90	96 564,50	97 482,80	97 326,10	86 496,60
Cartera comercial (%)	63,90	63,00	62,00	62,10	60,32	61,72
Cartera de consumo o vivienda (%)	36,10	37,00	31,50	32,28	33,44	32,65
Cartera comercial asimilable a consumo (%)	n/a	0,00	6,50	5,62	6,24	5,63
Cartera irregular s/financiaciones (%)	12,29	10,10	9,27	10,67	12,41	12,25
Cantidad de entidades financieras	146	138	125	116	113	106
Tipo de cambio US\$1= RA\$	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	Dic. 02	Dic. 03	Dic. 04	Dic. 05	Dic. 06	Dic. 07
Total de financiaciones (millones de RA\$)	101 159,60	78 377,50	81 872,50	92 394,600	110 936,10	142 085,40
Cartera comercial (%)	77,61	72,71	74,23	67,78	64,24	58,25
Cartera de consumo o vivienda (%)	18,91	22,91	20,50	24,77	27,48	34,00
Cartera comercial asimilable a consumo (%)	3,48	4,39	5,28	7,45	8,28	7,75
Cartera irregular s/financiaciones (%)	17,98	17,26	10,25	4,98	3,25	2,48
Cantidad de entidades financieras	99	96	91	89	90	85
Tipo de cambio US\$1=RA\$	3,37	2,93	2,98	3,03	3,06	3,15

Fuente: BCRA.

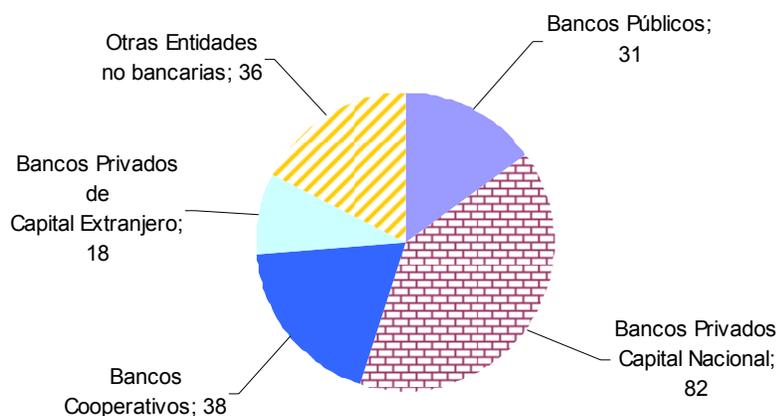
¹¹ Se trata de operaciones de pequeño monto que tradicionalmente tuvieron como límite \$200.000, pero que el BCRA ha elevado a \$500.000.

Lamentablemente la distribución por tramos que presenta la central de deudores del BCRA (BCRA, Publicación Mensual) no permite determinar la deuda total con el sistema financiero del agregado “Pyme” empresarial argentino. Tampoco existe una clara definición del monto de financiaciones límite para ser considerado Pyme.

A pesar de estas limitaciones, algunos autores han estimado la participación de las financiaciones destinadas al segmento de las empresas Pyme en la Argentina tomando el límite para operaciones de crédito de RA\$2,5 millones, ese agregado oscilaba entre el 20% y el 25% de las financiaciones otorgadas en el período inmediato al inicio de la crisis financiera en diciembre de 2001 (Bleger y Rozenwurcel, 2000; Escudé y otros, 2001; García, 2006). Queda claro el subfinanciamiento que sufren las empresas Pymes en comparación con su aporte al producto y al empleo en la Argentina. El “sector Pymes” argentino representa el 62% de la mano de obra ocupada y el 67% del valor agregado censal (Gatto, 1998). Esta situación se ve agravada en el caso de las empresas jóvenes, ya que no reciben atención de parte de las entidades bancarias ni son reconocidas por las autoridades de supervisión financiera como segmento de mercado con requerimientos diferenciados para acceder al financiamiento. Todas las normas establecidas por las propias entidades bancarias requieren una trayectoria formal de al menos tres años de parte del solicitante.

En la Argentina, como en el resto del mundo, los grandes bancos de capital privado, en general y los bancos de capital extranjero, en particular, han dedicado poca atención al segmento de las empresas Pyme. Así es que como respuesta a tal actitud, y como complemento de la acción de la banca pública, surgieron en ciertas áreas geográficas delimitadas las entidades mutuales de ayuda económica. A su vez, la banca pública y privada más pequeña ha mostrado una mayor disposición a asistir a las empresas Pymes de su área de influencia, pero este tipo de entidades entre 1995 y 2001 han perdido relevancia en el sistema financiero argentino.

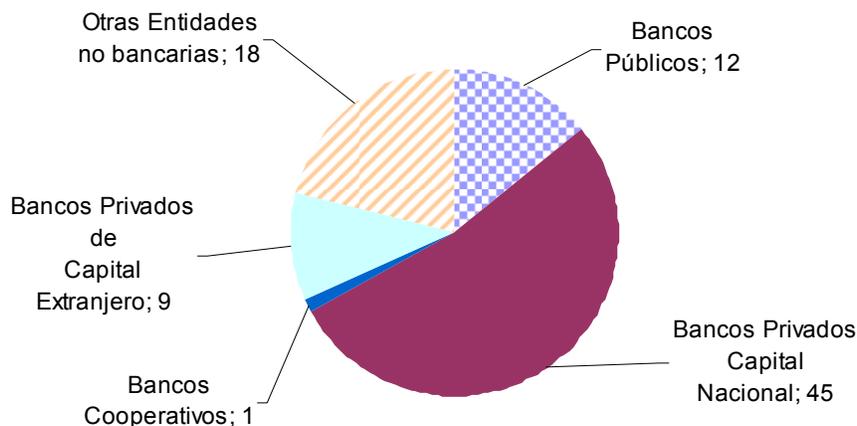
GRÁFICO 4
SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO
(205 entidades al 31 de diciembre de 1994)



Fuente: BCRA.

Esta tendencia comenzó a revertirse luego de la crisis del año 2002, donde la banca extranjera cede posiciones a la banca privada de capital nacional, tanto en depósitos como en activos del sistema, que de por sí se ha reducido de 205 entidades en diciembre 1994 a 85 instituciones en diciembre 2007.

GRÁFICO 5
SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO
(85 entidades al 13 de diciembre de 2007)



Fuente: BCRA.

La concentración del sistema queda de manifiesto en que las primeras diez entidades (ver cuadro 2) explican el 71% de los activos, el 76% de los depósitos y el 68% de los préstamos totales. Entre los diez primeras instituciones se ubican tres entidades estatales y de las diez más importantes entidades privadas, cinco son de capital extranjero¹², una es cooperativa y cuatro son de capital local (BCRA, 2007).

CUADRO 3
GRADO DE CONCENTRACIÓN SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO
(Diez primeras entidades bancarias)

31/12/2007	Millones de RAS	Millones de US\$	Porcentaje sobre el total del sistema
Activos	211 456,9	67 150,5	71,0
Préstamos	87 458,1	27 773,3	68,3
Depósitos	155 582,4	49 406,9	75,7
Patrimonio Neto	23 321,8	7 406,1	63,3

Fuente: BCRA.

En síntesis, el sistema bancario de la Argentina es inusual en varios aspectos, incluyendo una relativamente extendida participación de grandes bancos extranjeros y una continua presencia de bancos estatales. El actual sistema refleja una importante secuencia de cambios sucedidos desde los años noventa. Algunos de estos cambios son resultados de la política financiera del país y algunos otros se derivan de sucesivas crisis. En países como la Argentina, donde la concentración financiera en pocas instituciones bancarias, la modalidad que ha asumido la conformación del sistema de intermediación financiera se ha orientado fuertemente hacia un rol preponderante de las entidades más que al desarrollo de vehículos de intermediación que respondan a la orientación que brinda el mercado (según los sistemas anglosajones de EE.UU. y Gran Bretaña – Cañero, 1997; Ascúa, 2001).

¹² Según la clasificación del BCRA, son bancos de capital extranjero aquellas que actúan en el país como sucursales, mientras que si se trata de sociedades constituidas y radicadas en Argentina, se las considera de capital privado sin diferenciar si son de capital nacional o extranjero.

VII. Metodología de investigación

Durante el año 2007 y la primera parte del 2008 se efectuó el trabajo de campo que implicó el diseño del cuestionario, identificar la muestra sobre la que trabajar, es decir los potenciales entrevistados. En primera instancia, se desarrollaron las entrevistas de los financistas y, en una segunda etapa, se efectuó el trabajo empírico con los emprendedores identificados.

En el caso de los financistas, se diseñó una encuesta escrita que fue distribuida entre un grupo de gerentes de entidades financieras ubicados al azar en las ciudades más importantes de la Argentina. Se lograron obtener 100 respuestas estadísticamente consistentes¹³. Uno de los principales puntos fue determinar una propuesta con los principales factores de riesgo tenidos en cuenta por los banqueros al analizar una solicitud de préstamo dirigida a un nuevo emprendimiento.

Por su parte, la exploración de la valoración de los principales factores de riesgo por parte de los emprendedores en la Argentina, se efectuó a partir de una encuesta escrita que sirvió de guía para las entrevistas personales realizadas a un grupo de 51 emprendedores que iniciaron su empresa luego de la crisis macroeconómica del año 2002. Lo relevante es la interpretación de estos resultados, expresados por los propios emprendedores, quienes desde su visión y experiencia personal, procedieron a valorar un *set* de factores preestablecidos.

La encuesta se compuso de cuatro capítulos básicos. A partir de las secciones ii) y iii) se construyó el análisis de valoración de factores de riesgo al momento de acceder a financiamiento y su comparación entre financistas y emprendedores. La sección i) de la encuesta se destinó a captar la tipología del entrevistado, poniendo énfasis en la edad, experiencia, posición, institución en la que se desempeña, tipo de emprendimiento en el que está involucrado, nivel de formación, etc.

Por último, la sección iv) de la encuesta correspondió a cuestiones específicas de cada línea de entrevistas, para los financistas la existencia de normas específicas para el otorgamiento de financiamiento a nuevas empresas. Para los emprendedores, esta última sección se dedicó a pulsar el grado de acceso a financiamiento en los últimos dos años.

¹³ En el trabajo de campo se utilizaron asistentes de investigación que hicieron contacto con los encuestados, se atendieron sus interrogantes y se personalmente se solicitaron las devoluciones de la encuesta.

CUADRO 4 CAPÍTULOS DE LA ENCUESTA

Financistas	Emprendedores
i) Tipología del entrevistado: posición, antigüedad en el sistema, tipo de entidad en la que se desempeña.	i) Tipología del emprendedor: edad, nivel de educación, experiencia previa, emprendimiento unipersonal o asociativo.
ii) Valoración de factores de riesgo en el financiamiento a nuevas empresas: 1. Conflicto en la Dirección de la empresa. 2. Conflicto con los familiares participantes en el emprendimiento. 3. Falta de demanda. 4. Competencia. 5. Precios de venta inalcanzables. 6. Falta de liquidez. 7. Escasa disposición de capital propio. 8. Escasa disposición de capital. 9. Otros.	ii) Evaluación de los principales factores de riesgo: 1. Potencial conflicto en la Dirección de la empresa. 2. Potenciales conflictos con los socios y/o familiares participantes en el emprendimiento. 3. Riesgo propio del sector (falta de demanda, precios de venta y rentabilidad inalcanzables). 4. Debilidad de la competitividad del emprendimiento. 5. Condiciones del propio mercado de oferta de financiamiento (requerimientos de información y de garantías, altas tasas de interés). 6. Falta de liquidez. 7. Escasa disposición de capital. 8. Limitaciones estructurales de la nueva empresa para ejercer la función financiera. 9. Volatilidad macroeconómica del país.
iii) Factores influyentes en la probabilidad de aceptación de la solicitud de préstamo: 1. El emprendedor recibe apoyo estatal y/o institucional. 2. El emprendimiento es unipersonal. 3. La creación del emprendimiento está relacionada a otra empresa exitosa y con suficiente experiencia (más de cinco años). 4. La creación del emprendimiento ha sido formalizada.. 5. Que existe involucramiento en el emprendimiento de un financista privado que aporte capital. 6. Los motivos especiales del fundador del emprendimiento. 7. El emprendimiento registra rentabilidad inicial por recibir apoyo exógeno a la firma (subsidio). 8. El emprendimiento está preparado para soportar un diferencial más alto de intereses. 9. El fundador no tiene experiencia previa en la rama del nuevo emprendimiento. 10. Escasez de capital propio. 11. Disponibilidad de otorgar garantías. 12. Capacidad del emprendedor para relacionarse (Red de vínculos).	iii) Factores más influyentes en la probabilidad de aceptación de la solicitud de financiamiento: 1. El emprendedor recibe apoyo estatal y/o institucional. 2. El emprendimiento es unipersonal. 3. La creación del emprendimiento está relacionada a otra empresa exitosa y con suficiente experiencia (más de cinco años). 4. La creación del emprendimiento ha sido formalizada.. 5. Que existe involucramiento en el emprendimiento de un financista privado que aporte capital. 6. Los motivos especiales del fundador del emprendimiento. 7. El emprendimiento registra rentabilidad inicial por recibir apoyo exógeno a la firma (subsidio). 8. El emprendimiento está preparado para soportar un diferencial más alto de intereses. 9. Disponibilidad de capital propio. 10. Disponibilidad de otorgar garantías. 11. Capacidad del emprendedor para relacionarse (Red de vínculos).
iv) Existencia de normas específicas que regulen el otorgamiento de financiamiento a nuevas empresas.	iv) Grado de acceso a financiamiento en los últimos dos años: nivel y satisfacción en términos de plazos, tasas, garantías y condiciones en general.

Fuente: elaboración propia.

Los factores de riesgo se ordenaron según ranking de importancia y frecuencia asignada por los entrevistados (escala de Likert: 1 = muy importante/siempre ↔ 5 = insignificante). Adicionalmente, se evaluó la influencia de cuatro principales rasgos característicos del emprendedor entrevistado (edad, nivel de formación, experiencia previa en el rubro, emprendimiento individual o asociativo). Por último, se analizó el nivel de acceso a financiamiento bancario de los emprendedores entrevistados, relacionando los factores de riesgo

valorados en los capítulos 2 y 3 de las encuestas explicados anteriormente y teniendo en cuenta la tipología del emprendedor (capítulo 1 de la encuesta).

Sobre la base de un grupo de factores de riesgo y su valoración por parte de los entrevistados, se plantearon las hipótesis que determinan el racionamiento (cuando no la selección adversa – Akerlof, 1970; Stiglitz y Weiss, 1981; Binks y otros, 1992; Linder-Lehmann, 1998; Krämer y otros, 2004) en el otorgamiento de financiamiento a nuevas empresas:

Se plantearon cuatro hipótesis:

- **Hipótesis 1:** La provisión imperfecta de información y comunicación (gerencial, de mercado y financiera) genera asimetrías entre las partes. Los financistas requieren del emprendedor información estratégica de gestión; de mercado, financiera y patrimonial, para evaluar la solicitud de financiamiento. (Akerlof, 1970; Stiglitz y Weiss, 1981; Binks y otros, 1992; Deakins y Hussain, 1994).
- **Hipótesis 2:** La presencia de factores-soporte al nuevo emprendimiento, tales como red personal y programas de apoyo gubernamental, de universidades, incubadoras, de agencias de desarrollo, entre otros; influye en la capacidad de las nuevas empresas en acceder a financiamiento. Se trata de validar la hipótesis del *spill-over* del entorno sobre la efectividad en el desarrollo de nuevas empresas.
- **Hipótesis 3:** Las características del emprendedor tienen implicancias en la diferente valoración de los factores de riesgo. Se supone que los emprendedores con mayor edad, experiencia previa en el rubro y nivel de formación logra mejor acceso al financiamiento.
- **Hipótesis 4:** El tipo de institución financiera tiene implicancias en la diferente valoración de los factores de riesgo. Se supone que los grandes bancos centralizados y multipropósito se encuentran más distantes de sus pequeños clientes y por lo tanto son menos flexibles y permeables al momento de analizar una propuesta de financiamiento a nuevas empresas.

Las pruebas de hipótesis se realizaron a través de pruebas no paramétricas (test Chi-Cuadrado y exacta de Fisher) y la utilización del Análisis de Interacciones Dinámicas (AID), las cuales otorgaron información sobre los diferenciales en la valoración de los diferentes factores. Emergen así factores tales como apoyo de empresas madrinas y éxito en el mercado (predicción eficiente de precios de ventas). Adicionalmente, se evaluó la influencia del tipo de entidad financiera en la que se desempeña cada gerente que efectuó la valoración de los factores de riesgo y de la existencia o no de normas específicas para el análisis de financiamiento a nuevas empresas. Para la comparación de respuestas se utilizó la prueba Mann-Whitney-Wilcoxon (MWW)¹⁴, al contar con dos muestras independientes, de modo de detectar las diferencias en ambas series bajo análisis.

La evaluación de los factores de riesgo en un emprendimiento joven difiere entre las respuestas de los financistas y los empresarios entrevistados. Con la ayuda del test MWW permite comprobar la evaluación promedio de todos los factores de riesgo mencionados. El test Chi-cuadrado otorga información sobre esta cuestión, a través de las causas que determinan diferencias en la valoración de los factores de riesgo.

¹⁴ En la prueba MWW el valor de su estadístico es de distribución libre y asintóticamente normal. Para el caso bajo análisis, las distribuciones de ambas poblaciones bajo la Hipótesis nula tienen formas desconocidas pero iguales y se cuenta con muestras aleatorias independientes de ambas poblaciones. Además, como es un estimador para el parámetro $P(X < Y)$ se utiliza para obtener un intervalo de confianza de distribución libre para ese parámetro (Randles y Wolfe, 1979).

VIII. Análisis de los resultados empíricos

La presentación de los resultados seguirá el siguiente orden: en primer lugar se expondrán los obtenidos en el trabajo empírico de los emprendedores; en segundo lugar, los correspondientes a los financistas y por último los surgidos de las comparaciones de ambas posturas.

1. En opinión de los emprendedores

En opinión de los emprendedores, la influencia de la incertidumbre macroeconómica de países como la Argentina constituye el principal factor de riesgo que enfrentan sus emprendimientos (media 1,30 puntos, ver Cuadro 5 y Gráfico 6). Este factor junto a la percepción de una escasa disposición de capital propio (media 3,30) y la falta de liquidez en el nuevo emprendimiento (media 3,08), son los que determinarían significativamente el racionamiento de crédito que reciben las nuevas empresas.

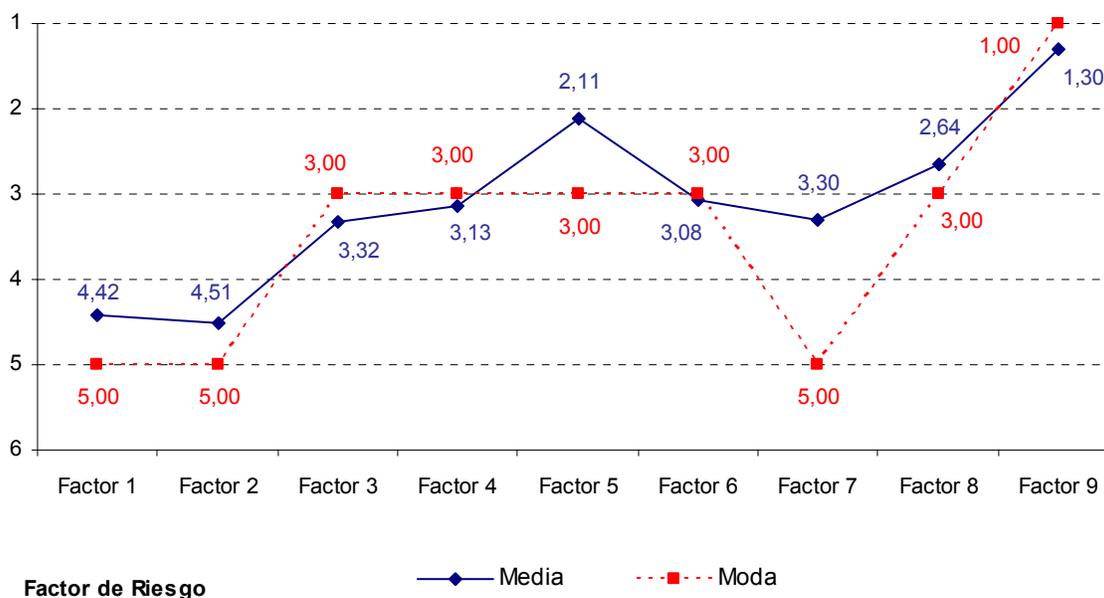
CUADRO 5
EMPRENDEDORES: IMPORTANCIA DE LOS FACTORES DE RIESGO EN EL FINANCIAMIENTO A EMPRESAS JÓVENES

Factores / Importancia ^a	Media	Moda	Desviación estándar	Coef. Asimetría
1. Conflicto en la Dirección de la empresa	4,42	5,00	0,966	-1,90
2. Conflictos con los socios y/o fliars. particip. en emprend.	4,51	5,00	0,870	-2,14
3. Riesgo del propio sector (falta de demanda, precios de venta y rentabilidad inalcanzable)	3,32	3,00	1,091	-0,19
4. Debilidad en la competitividad del emprendimiento	3,13	3,00	1,116	-0,17
5. Condic. del propio mercado de oferta de financiamiento	2,11	3,00	0,952	0,13
6. Falta de liquidez	3,08	3,00	1,269	-0,00
7. Escasa disposición de capital propio	3,30	5,00	1,330	-0,20
8. Limit. estruct. de nueva empresa para ejercer función financ.	2,64	3,00	1,210	0,24
9. Volatilidad macroeconómica	1,30	1,00	0,560	1,73

Fuente: elaboración propia.

^a p=0,01

GRÁFICO 6
IMPORTANCIA DE LOS FACTORES DE RIESGO EN EL FINANCIAMIENTO
A EMPRESAS JÓVENES
(Nivel de importancia)^a



Fuente: elaboración propia, sobre los datos del cuadro 5.

^a Nivel de importancia

1 = Muy importante

2 = Importante

3 = Neutral

4 = Sin importancia

5 = Insignificante

Los conflictos relacionados con la conducción del negocio (media 4,42), tanto los vinculados a la dirección de la empresa como los relativos a potenciales conflictos entre los socios y familiares participantes en el emprendimiento (media 4,51), no revisten importancia alguna para los emprendedores.

Los factores microeconómicos relacionados con el propio sector en el que se desempeña la empresa (media 3,32) y con la capacidad competitiva del emprendimiento (media 3,13), constituyen variables cuya valoración es considerada como insignificante por el emprendedor en el análisis de riesgo.

Las condiciones del propio mercado de oferta de financiamiento, las que incluyen requerimientos de información y de garantías y el nivel de las tasas de interés ofrecidas, son valoradas como muy importantes por los empresarios y consideradas como principales barreras en el acceso al financiamiento (media 2,11).

Del análisis estadístico realizado y con relación a la provisión imperfecta de información y comunicación (gerencial, de mercado y financiera) que genera asimetrías entre las partes, se puede aceptar que los financistas requieren siempre del emprendedor información estratégica de gestión y de mercado para evaluar la solicitud de financiamiento, destacándose la importancia y la frecuencia con la que son evaluados factores tales como demanda, competencia, precios de venta, liquidez, capitalización. La capacidad de los emprendedores de satisfacer estos factores constituye un punto crítico a resolver al momento de la solicitud de financiamiento. En este

sentido, resulta importante mencionar la valoración que realizan los propios emprendedores como debilidad en su gestión, al registrar como un factor de riesgo importante, a sus propias limitaciones estructurales para ejercer la función financiera (media 2,64).

La tipología del emprendedor influye sobre su valoración, ya que aquellos emprendedores jóvenes, con mayor nivel educativo y sin experiencia previa, se muestran con mayor confianza en su evolución futura y una menor valoración de las condiciones del propio mercado de oferta de financiamiento y de la volatilidad macroeconómica.

Con relación a la frecuencia e importancia con que son considerados los principales factores de riesgo que el financista analiza al momento de otorgar financiamiento a nuevas empresas¹⁵ se mencionaron 11 factores explícitos, en los cuales el emprendedor podría ofrecer al financista señales que le ayuden a evaluar la posibilidad de otorgar financiamiento. Por ejemplo, el hecho que una empresa joven haya recibido un premio o haya accedido a un certificado de calidad, deberían otorgar un indicio positivo al financista en la evaluación crediticia. Si una empresa se ha incubado exitosamente y comienza sus actividades independientes, presenta indicios de probabilidad de éxito diferente a una empresa naciente que no haya recibido ese apoyo y entrenamiento previo. La acción de las redes empresariales y sus ventajas en el acceso a información y toma de decisiones, en la Argentina no se ha visto extendida a la acción de los banqueros cuyas normas y lógica de acción se basa fundamentalmente en el *track-record* y en los “burós” de información crediticia. De esos once factores, la disponibilidad de otorgar garantías (media 1,70) y la disponibilidad de capital propio (media 2,04) constituyen aquellos más importante en la perspectiva de los emprendedores (ver Cuadro 6).

CUADRO 6
EMPRENDEDORES: FRECUENCIA E IMPORTANCIA EN LA CONSIDERACIÓN DE RIESGO

Factor / Importancia - Frecuencia ^a	Media	Moda	Desviación estándar	Coef Asimetría
1. El emprendedor recibe apoyo estatal y/o institucional	3,90	4,00	1,020	-1,136
2. El emprendimiento es unipersonal.	3,81	4,00	0,837	-0,470
3. La creación del emprendimiento está relacionada a otra empresa exitosa y con suficiente experiencia	3,59	4,00	0,911	-0,559
4. La creación del emprendimiento ha sido formalizada	2,60	2,00	0,964	0,607
5. Que existe involucramiento en el emprendimiento de un financista privado que aporte capital.	3,27	4,00	0,994	-0,190
6. Los motivos especiales del fundador del emprendimiento.	2,95	3,00	0,914	-0,304
7. El emprendimiento registra rentabilidad inicial por recibir apoyo exógeno a la firma (subsidio)	2,82	2,00	1,158	0,161
8. El emprendimiento está preparado para soportar un diferencial más alto de intereses.	2,80	3,00	1,005	0,110
9. Disponibilidad de capital propio.	2,04	2,00	0,764	0,901
10. Disponibilidad de otorgar garantías.	1,70	1,00	0,948	1,582
11. Capac. del emprendedor para relacionarse (red de vínculos)	2,63	2,00	0,991	0,297

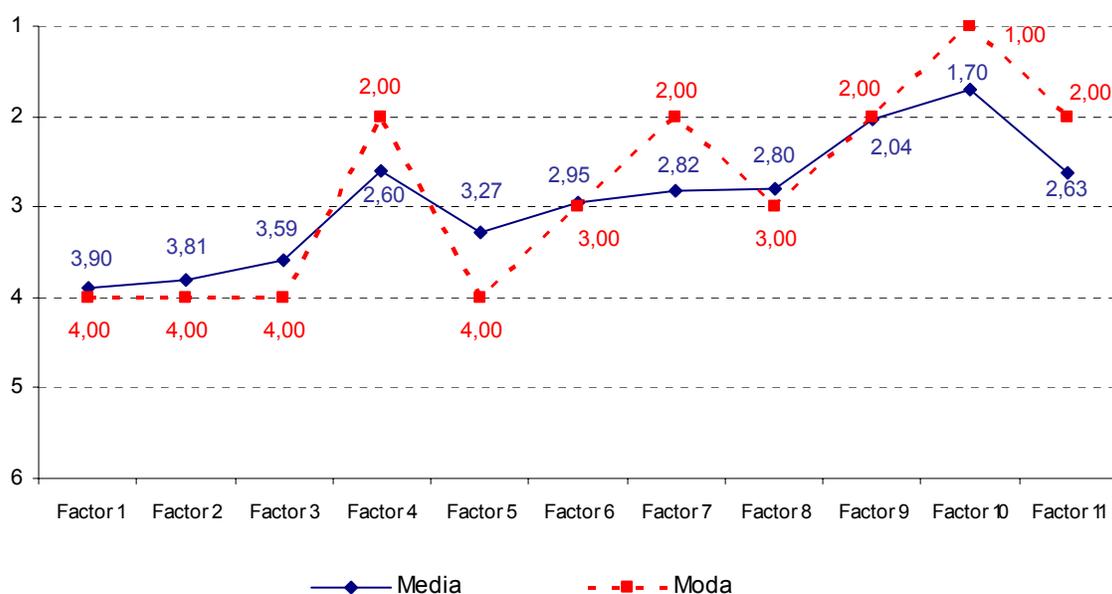
Fuente: elaboración propia.

^a p=0,01

¹⁵ Con relación a la importancia en la aceptación de riesgo al analizar una solicitud de financiamiento, se trató de captar que el entrevistado indicara la importancia de cada factor en la posibilidad de acceso al financiamiento.

Siguiendo estudios previos para el caso argentino, no se han podido captar factores del conjunto señalado que permitan individualmente mitigar el riesgo y conduzcan al financista a aprobar indubitablemente la solicitud (Ascúa, 2007). Solamente la presencia de garantías preferidas favorecería el otorgamiento de financiamiento (es decir, aquellas que cuentan con elevada liquidez y/o muy bajo nivel de riesgo). La existencia de apoyo gubernamental, institucional y/o de empresas “tutoras” al emprendimiento (factores 1, 3 y 5) constituyen mitigantes parciales y que en opinión y experiencia de los emprendedores, hasta el presente sólo con una baja frecuencia son tenidos en cuenta por los financistas al momento de analizar una solicitud de financiamiento (ver Cuadro 6 y Gráfico 7).

GRÁFICO 7
FRECUENCIA EN LA ACEPTACIÓN DE UN MAYOR RIESGO
(*Nivel de importancia*)^a



Fuente: elaboración propia, sobre los datos del cuadro 6.

^a Nivel de importancia/frecuencia

- 1 = Siempre
- 2 = A menudo
- 3 = A veces
- 4 = Raramente
- 5 = Nunca

La salida a estos condicionantes emerge por la vía del sistema de relaciones de financiamiento entabladas por los gerentes y sus clientes. Se verifica una correlación positiva entre los emprendedores con mayor edad y experiencia previa como empresario, y su disposición a plantear el análisis de financiamiento a nuevas empresas por la vía de las relaciones personales con los financistas. Lo interesante es que no se trata sólo de un análisis cualitativo sino de un *set* de indicadores adicionales, se concentran alrededor de los siguientes factores:

1. Nivel potencial de conflicto entre los integrantes de la dirección de la empresa (reglas escritas o no de gobernabilidad interna).

2. Grado de potencial conflicto con los socios y/o familiares intervinientes en la gestión de la nueva empresa.
3. El emprendedor recibe apoyo estatal y/o institucional (media 3,90 ver Cuadro 6). Se han mencionado, entre otros, indicios positivos cuando una empresa nueva ha contado con el apoyo de una incubadora, del gobierno local, de universidades, etc.; o registra por ejemplo, haber recibido premios y/o participado en concursos de emprendedores.
4. La creación del emprendimiento está relacionada a otra empresa exitosa y con suficiente experiencia (más de cinco años). Media 3,59 en Cuadro 6.
5. La creación del emprendimiento ha sido formalizada (media 2,60 en Cuadro 6).
6. Que existe involucramiento en el emprendimiento de un financista privado que aporta y/o asegura disponibilidad de capital (media 3,27 en el Cuadro 6).
7. Capacidad del emprendedor para relacionarse (Red de vínculos) en los ambientes tales como cámaras empresarias, centros de desarrollo y transferencia tecnológica, vínculos comerciales más complejos que el sólo sistema de compra-venta (calidad de clientes y proveedores), programas de apoyo y desarrollo de gestión comercial (mercado interno y externo). Media 2,63 en Cuadro 6.

La red personal del emprendedor puede ser relevante al momento de bucear mejores vías de acceso al financiamiento. De acuerdo con la perspectiva de red, los emprendedores no actúan en soledad ni toman decisiones aisladamente sino que fundamentalmente la actividad del emprendedor es actuar en red, dentro de un contexto socioeconómico (Johannisson, 1991). Cuanto más larga y compleja sea la red del emprendedor, mayor y mejor información contará para acceder a financiamiento (influyen positivamente los contactos con profesionales, consultores, asesores, abogados, etc. – Timmons, 1999; y Johannisson, 2000).

De acuerdo con el estudio de campo, esta capacidad del emprendedor para relacionarse no es valorado como un factor relevante en el análisis de elementos que permitan acceder más y mejor a financiamiento (ver Cuadro 5). Sin embargo, la influencia de la red de vínculos personales del emprendedor se correlaciona positivamente con la utilización por parte de los financistas del sistema de análisis *soft* basado en las relaciones personales (Berger y otros, 2001). La vía alternativa de otorgamiento de financiamiento a nuevas empresas, que utiliza el citado análisis *soft* se materializa a través de la utilización del canal de calificación crediticia personal de los integrantes de la nueva empresa.

Se podría señalar que a partir del panel consultado, los emprendedores han realizado una especie de “*bootstrapping* bancario” ya que haciendo uso de mecanismos de relación personal con los financistas (básicamente gerentes de sucursales de bancos) acceden a financiamiento evitando las reglas o normativa para empresas. A diferencia de lo que sucede en países anglosajones, en el caso argentino se utiliza el crédito personal y/o de consumo más que las típicas tarjeta de crédito personales (Winborg y Landström, 2000).

Surge claramente del trabajo de campo el integral conocimiento que los emprendedores tienen sobre la importancia de disponer de garantías satisfactorias para lograr acceder a financiamiento (en especial si son preferidas, con elevada liquidez y/o elevada seguridad), ya que su valoración es la más elevada con una media de 1,70 (ver Cuadro 6). La existencia de apoyo gubernamental, institucional y/o de empresas “madrinas” al emprendimiento constituyen mitigantes parciales que con frecuencia son tenidos en cuenta por los financistas.

Tal como se señaló, los mismos emprendedores reconocen sus limitaciones estructurales para desempeñar eficientemente la función financiera. Superficialmente, se asimilan estas

restricciones a cuestiones informativas de la gestión, fuertemente vinculadas al problema de asimetrías de información. En lo sustantivo, los emprendedores si bien reconocen esta limitación, no realizan gestión financiera consistente con la vía de las relaciones con financistas y canal de calificación crediticia personal.

Es obvio que la existencia de volatilidad macroeconómica observada en las economías en desarrollo (Studart, 2003) afecta el proceso de decisión y planificación en la empresa. La mayoría de los emprendedores entrevistados reconocen la importancia de este factor, dejando la sensación que su relevancia es sustantiva y determinante en el éxito de largo plazo del emprendimiento. También señalan que esta volatilidad macro impide planificar y por ende generar documentos de proyección del negocio valederos, cuya probabilidad de concreción sea elevada y susceptibles de ser analizados por los financistas. En general los emprendedores, tanto pertenecientes a esta muestra como los consultados en recientes y similares estudios (Kantis y otros, 2000; Kantis, 2004; Ascúa, 2007), no se muestran propensos a ofrecer esta información a los financistas ni a aceptar la razonabilidad de estas normas de análisis que utilizan los bancos.

El nivel de acceso al financiamiento bancario de los emprendedores consultados es en términos generales bajo, 28%, proporción que disminuye al 13% si esa proporción es ponderada en términos de satisfacción –superior a 50% (ver Cuadro 7). El plazo obtenido y “otras condiciones” son los factores con menor valoración, mientras que “tasas de interés” a diferencia de lo supuesto a priori es el factor con mejor nivel de satisfacción. Resulta interesante la apertura de la valoración del factor “otras condiciones” ya que la media señala un nivel de baja satisfacción (mayor a 3), incluyendo en él temas como requerimientos de información, oportunidad para su presentación, gastos adicionales, imposiciones comerciales¹⁶ y formalidades de la instrumentación del préstamo.

CUADRO 7
EMPRENDEDORES: ACCESO A FINANCIAMIENTO EN EL ÚLTIMO AÑO

SI = 28%	Media	Moda	Desviación estándar	Coef Asimetría
Nivel de satisfacción ^a	3,46	5,00	1,347	-0,46
1. Plazo	3,89	3,00	0,956	-0,05
2. Tasa de interés	3,36	3,00	1,062	-0,20
3. Garantías	3,79	5,00	1,424	-0,84
4. Monto	3,86	4,00	1,208	-1,06
5. Otras condiciones	4,00	5,00	0,903	-0,33

Fuente: elaboración propia.

Escala de valoración:

1=Alto <->

5=Bajo

^a p=0,01

En esta sección también se visualiza la influencia del factor “macroeconómico” ya que el nivel de satisfacción está directamente relacionado con el acceso al financiamiento bancario subsidiado por intervención estatal. En una economía como la argentina, con inflación creciente, la pretensión de los empresarios es acceder a financiamiento (deuda) nominado en moneda

¹⁶ Ya se ha señalado que las entidades bancarias en Argentina básicamente son multipropósito, con fuerte inclinación a obtener ingresos por operaciones de transacción, las que se transforman en “imposiciones comerciales” al momento que una empresa solicita asistencia financiera.

doméstica, a largo plazo (tres a cinco años) y con tasas de interés fijas subsidiadas por el Estado. Como la distribución de estas líneas se realiza a través de las entidades financieras (bancos) el racionamiento afecta especialmente a empresas jóvenes, sin *track-record*.

La evaluación de factores de riesgo tales como disponibilidad de capital propio, disponibilidad de otorgar garantías, habilidad del emprendedor para interactuar (redes y vínculos), nivel educativo, emprendedor con experiencia previa, tienen positivo impacto en el proceso de acceso a financiamiento. La experiencia previa empresarial está también positivamente relacionada con el acceso a financiamiento. También, el apoyo desde la red aparece positivamente correlacionado. La percepción negativa y de volatilidad macroeconómica no está correlacionada con el acceso a financiamiento.

2. En opinión de los financistas

La falta de liquidez, la escasa cuota de capital propio y de disposición de capital constituyen los más importantes factores de riesgo para el análisis de financiamiento bancario. Los conflictos relacionados con la conducción del negocio y las inexactitudes en la proyección de mercado (demanda y precios) constituyen factores de riesgo relevantes pero se ubican en un nivel secundario. Esta valoración se halla influida por el tipo de institución bancaria en la que se desempeñan los entrevistados ya que aquellas entidades más pequeñas y con acción regional otorgan mayor importancia a la capacidad del emprendedor de llevar adelante el negocio sin conflictos internos de gestión (ver Cuadro 8 y Gráfico 8).

CUADRO 8
FINANCISTAS: IMPORTANCIA DE LOS FACTORES DE RIESGO
EN EL FINANCIAMIENTO A EMPRESAS JÓVENES

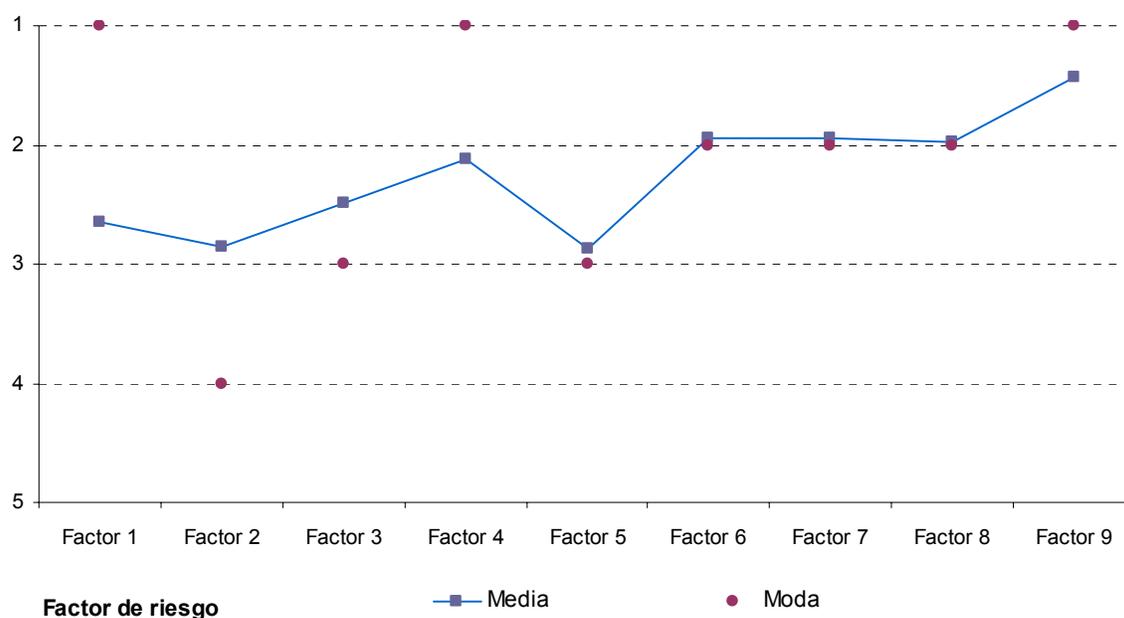
Factores	Media	Moda	Desviación estándar	Coef Asimetría
1. Conflicto en la Dirección de la Empresa	2,65	1,00	1,298	0,002
2. Conflictos con los familiares participantes en el emprendimiento	2,86	4,00	1,262	-0,07
3. Falta de demanda	2,48	3,00	1,218	0,225
4. Competencia	2,12	1,00	0,988	0,525
5. Precios de venta inalcanzables	2,87	3,00	1,192	-0,036
6. Falta de liquidez	1,94	2,00	0,839	0,534
7. Escasa disposición de Capital propio	1,94	2,00	0,935	0,927
8. Escasa disposición de Capital	1,98	2,00	0,857	0,608
9. Otros	1,44	1,00	0,716	1,523

Fuente: elaboración propia.

Resulta interesante que los banqueros entrevistados registran con el menor nivel de importancia y/o frecuencia en su análisis, a los factores relativos a la dirección de la empresa y los riesgos de potenciales conflictos entre los integrantes de la firma. Con relación a la frecuencia en la aceptación de un nivel de riesgo más alto, se trató de lograr que el entrevistado indicara las posibles motivaciones de aceptar una situación de más alto riesgo como por ejemplo lo constituiría el hecho financiar una empresa joven y la frecuencia con que la aceptaría (siempre o nunca). Se mencionaron 12 factores explícitos y una alternativa libre para el entrevistado, en los cuales el financista podría encontrar señales que le ayuden a evaluar la posibilidad de otorgar

financiamiento y aceptar un eventual mayor riesgo. Por ejemplo, el hecho que una empresa joven haya recibido un premio o haya accedido a un certificado de calidad, deberían otorgar un indicio positivo al financista en la evaluación crediticia. Si una empresa se ha incubado exitosamente y comienza sus actividades independientes, presenta indicios de probabilidad de éxito diferente a una empresa naciente que no haya recibido ese apoyo y entrenamiento previo. La acción de las redes empresariales y sus ventajas en el acceso a información y toma de decisiones, en la Argentina no se ha visto extendida a la acción de los banqueros cuyas normas y lógica de acción se basa fundamentalmente en el *track-record* y en los “burós” de información crediticia.

GRÁFICO 8
IMPORTANCIA DE LOS FACTORES DE RIESGO EN EL
FINANCIAMIENTO A JÓVENES EMPRESAS
(Nivel de importancia)^a



Fuente: elaboración propia, sobre datos del cuadro 8.

^a Nivel de importancia

1 = Muy importante

2 = Importante

3 = Neutral

4 = Sin importancia

5 = Insignificante

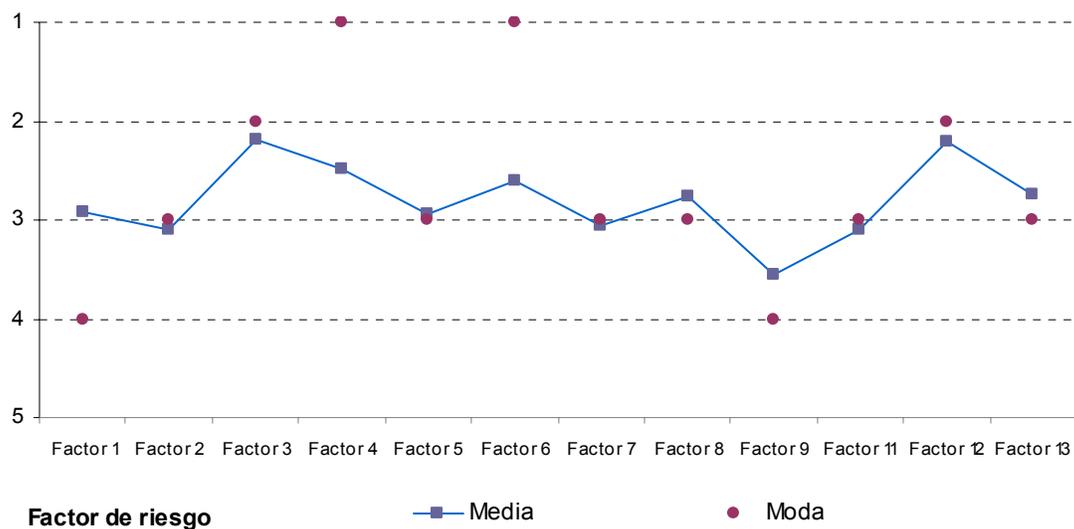
En ningún caso se han podido captar factores del conjunto señalado que permitan individualmente mitigar el riesgo y conduzcan al financista a aprobar indubitadamente la solicitud. Solamente la presencia de garantías preferidas favorecería el otorgamiento de financiamiento (es decir, aquellas que cuentan con elevada liquidez y/o muy bajo nivel de riesgo). La existencia de apoyo gubernamental, institucional y/o de empresas “tutoras” al emprendimiento constituyen mitigantes sólo parciales que hasta el presente sólo con una baja frecuencia son tenidos en cuenta por los financistas al momento de valorar los riesgos de analizar una solicitud de financiamiento (ver Cuadro 9 y Gráfico 9).

CUADRO 9
FINANCISTAS: FRECUENCIA DE LA ACEPTACIÓN DE UN NIVEL DE RIESGO EN EL FINANCIAMIENTO A EMPRESAS JÓVENES

Factor	Media	Moda	Desviación estándar	Coef. Asimetría
1- El emprendedor recibe apoyo estatal y/o instituc.	2,93	4,00	1,174	-0,129
2- El emprendimiento es unipersonal	3,10	3,00	0,985	-0,185
3- La creación del emprend. está relacionada a otra empresa exitosa y con sufic. experiencia (+ de 5 años)	2,19	2,00	1,107	0,859
4- La creación del emprend. ha sido formalizada	2,49	1,00	1,265	0,319
5- Que existe involucramiento en el emprendimiento de un financista privado que aporte capital	2,95	3,00	1,146	0,018
6- Los motivos especiales del fundador del emprend.	2,61	1,00	1,378	0,275
7- El emprendimiento registra rentabilidad inicial por recibir apoyo exógeno a la firma (subsidio)	3,06	3,00	1,159	-0,248
8- El emprendimiento está preparado para soportar un diferencial más alto de intereses	2,77	3,00	1,303	0,065
9- El fundador no tiene experiencia previa en la rama del nuevo emprendimiento	3,55	4,00	1,391	-0,733
10- Escasez de Capital propio	3,09	3,00	1,393	-0,103
11- Disponibilidad de otorgar garantías	2,20	2,00	1,130	0,78
12- Capacidad del emprendedor para relacionarse (Red de vínculos)	2,75	3,00	1,250	0,258

Fuente: elaboración propia.

GRÁFICO 9
FRECUENCIA EN LA ACEPTACIÓN DE RIESGO EN EL FINANCIAMIENTO A JÓVENES EMPRESAS
(nivel de importancia)^a



Fuente: elaboración propia sobre datos del Cuadro 9.

^a 1 = Muy importante

2 = Importante

3 = Neutral

4 = Sin importancia

5 = Insignificante

No hay que dejar de tener en cuenta que los gerentes de entidades financieras, en especial de bancos, tienen instrucciones que regulan los procesos de asignación de crédito. Aunque el proceso de decisión tiende a ser descentralizado, los gerentes de sucursales se desempeñan siguiendo sus propios manuales de operaciones, emitidos en general desde cada casa central y en consonancia con la regulación dictada por la autoridad de supervisión (Banco Central). Sin embargo, no se puede dejar de señalar que diversas variables ejercen influencia sobre esas reglas, afectando el proceso de otorgamiento de financiamiento.

Así, el proceso de decisión, es producto de una interacción entre los manuales de operaciones escritos y la experiencia de los gerentes en contacto con los clientes, utilizando el mecanismo de relaciones de financiamiento antes señalado, para completar el proceso de evaluación crediticio. Dentro de los factores tenidos en cuenta por los gerentes al momento de analizar una solicitud de financiamiento, se pueden mencionar varios elementos de análisis cualitativo (*soft*) que complementan el análisis cuantitativo (*hard*).

La existencia de normas específicas que regulan el otorgamiento de financiamiento a nuevas empresas se presenta en todos los casos encuestados, tanto a nivel interno de cada institución como de las emanadas del banco central¹⁷. Lo interesante es que en todos los casos las normas hacen referencia a la penalización (vía aumento del nivel de reservas en la capacidad patrimonial de la entidad) por otorgar financiamiento a empresas con menos de tres años de antigüedad. La salida a estos condicionantes surge por la vía del sistema de relaciones de financiamiento entabladas por los gerentes y sus clientes. Se verifica una correlación positiva entre los banqueros con más de diez años de antigüedad y su disposición a analizar financiamiento a nuevas empresas por la vía de las relaciones personales. Lo interesante es que no se trata sólo de un análisis cualitativo sino de un *set* de indicadores adicionales que varía según cada banquero pero que con una baja desviación estándar, se concentran alrededor de los siguientes factores:

1. Nivel potencial de conflicto entre los integrantes de la dirección de la empresa (reglas escritas o no de gobernabilidad interna).
2. Grado de potencial conflicto con los familiares intervinientes en la gestión de la nueva empresa.
3. El emprendedor recibe apoyo estatal y/o institucional. Se han mencionado, entre otros, indicios positivos cuando una empresa nueva ha contado con el apoyo de una incubadora, del gobierno local, de universidades, etc.; o registra por ejemplo, haber recibido premios y/o participado en concursos de emprendedores. No se ha podido detectar por falta de experiencia concreta de los gerentes bancarios la influencia de certificados de calidad del emprendimiento otorgados por entidades que gocen de prestigio y/o confianza.
4. La creación del emprendimiento está relacionada a otra empresa exitosa y con suficiente experiencia (más de cinco años).
5. La creación del emprendimiento ha sido formalizada.
6. Que existe involucramiento en el emprendimiento de un financista privado que aporta capital.
7. Capacidad del emprendedor para relacionarse (Red de vínculos) en los ambientes tales como cámaras empresarias, centros de desarrollo y transferencia tecnológica, vínculos comerciales más complejos que el sólo sistema de compra-venta (calidad de clientes y proveedores), programas de apoyo y desarrollo de gestión comercial (mercado interno y externo).

¹⁷ O de la autoridad de supervisión, cuando por el tipo de entidad no correspondiera la acción del Banco Central.

La vía alternativa de otorgamiento de financiamiento a nuevas empresas, que utiliza el citado análisis *soft* se materializa a través de la utilización del canal de calificación crediticia personal de los integrantes de la nueva empresa. En ningún caso se han podido captar factores que permitan mitigar el riesgo y conduzcan al financista a aprobar indubitablemente la solicitud. Solamente la presencia de garantías preferidas favorecería el otorgamiento de financiamiento (con elevada liquidez y/o elevada seguridad). La existencia de apoyo gubernamental, institucional y/o de empresas “madrinas” al emprendimiento constituyen mitigantes parciales que con frecuencia son tenidos en cuenta por los financistas.

3. Comparación entre emprendedores y financistas

A continuación se exhiben en la Cuadro 9 los factores de riesgo y mitigantes respetando el orden en que los mismos fueron presentados en las encuestas realizadas a emprendedores y financistas. Los resultados corresponden a la moda¹⁸, la cual admite los siguientes valores:

1. muy importante
2. importante
3. neutro
4. poco importante
5. poco importante

En virtud de las valoraciones expuestas previamente, se asumió el criterio de seleccionar solamente los riesgos que tuvieran el valor 1 y 2, es decir muy importante e importante, para visualizar en términos comparativos las similitudes y diferencias manifestadas por los emprendedores y financistas. La disposición en paralelo de los resultados permite inferir también si las encuestas contemplaban las mismas variables o si existen algunas diferentes. Para ello las variables escritas en rojo destacan las variables no analizadas simultáneamente en las encuestas de emprendedores y financistas. A modo de ejemplo, altas tasas de interés es un factor sólo presente en la encuesta de emprendedores y el fundador no tiene experiencia previa en la rama del nuevo emprendimiento se encuentra solamente en financistas.

Cabe agregar que determinadas variables remarcadas en rojo no denotan ausencia en una u otra encuesta como en el caso de los financistas; falta de demanda, competencia, precios de venta inalcanzables, sino la existencia de una leve diferencia en el enunciado o un orden distinto en la secuencia de las mismas.

En concreto, las variables escogidas para ser sometidas a la comparación de sus valoraciones por parte de emprendedores y financistas poseen dos requerimientos: la moda con valores 1 y 2 y además son variables literalmente iguales, a fin de ser susceptibles a la aplicación de estadísticos no paramétricos como la prueba *chi* cuadrado.

De acuerdo a los criterios de selección estipulados, se escogieron las siguientes variables:

1. Falta de liquidez.
2. Escasa disposición de capital propio.
3. La creación del emprendimiento está relacionada a otra exitosa y con suficiente experiencia (más de cinco años).
4. La creación del emprendimiento ha sido formalizada.

¹⁸ Las variables ordinales y no paramétricas no tienen medias ni desvíos.

5. Motivos especiales del fundador del emprendimiento.
6. Disponibilidad de otorgar garantías.

CUADRO 10
COMPARACIÓN EMPRENDEDORES Y FINANCISTAS: FACTORES DE RIESGO Y MITIGANTES SEGÚN LOS RESULTADOS OBTENIDOS DE LAS ENCUESTAS REALIZADAS

Emprendedores		Financistas	
Variables	Calific.	Variables	Calific.
Potencial conflicto en la dirección de la empresa	5	1	Potencial conflicto en la dirección de la empresa
Potenciales conflictos con socios y/o familiares participantes en el emprendimiento	5	4	Potenciales conflictos con socios y/o familiares participantes en el emprendimiento
Riesgo del propio sector (falta de demanda, precios de venta y rentabilidad inalcanzables)	2	1	Falta de demanda
Debilidad en la competitividad del emprendimiento	2	1	Competencia
Requerimientos de información	1	3	Precios de venta inalcanzables
Requerimientos de garantías	1		
Altas tasas de interés	1		
Falta de liquidez	2	2	Falta de liquidez
Escasa disposición de capital propio (carencia de nuevos instrumentos)	2	1	Escasa disposición de capital propio (carencia de nuevos instrumentos)
Límites estructurales de la nueva empresa para ejercer la función financiera	2	2	Escasa disposición de capital
Volatilidad macroeconómica	1	1	Otros
El emprendedor recibe apoyo estatal y/o institucional	3	4	El emprendedor recibe apoyo estatal y/o institucional
El emprendimiento es unipersonal	2	3	El emprendimiento es unipersonal
La creación del emprendimiento está relacionada a otra exitosa y con suficiente experiencia (más de cinco años)	1	2	La creación del emprendimiento está relacionada a otra exitosa y con suficiente experiencia (más de cinco años)
La creación del emprendimiento ha sido formalizada	1	1	La creación del emprendimiento ha sido formalizada
Que existe involucramiento en el emprendimiento de un financista privado que aporte capital	2	3	Que existe involucramiento en el emprendimiento de un financista privado que aporte capital
Motivos especiales del fundador del emprendimiento	1	1	Motivos especiales del fundador del emprendimiento
El emprendimiento registra rentabilidad inicial por recibir apoyo exógeno a la firma (subsido)	3	3	El emprendimiento registra rentabilidad inicial por recibir apoyo exógeno a la firma (subsido)
El emprendimiento está preparado para soportar un diferencial más alto de intereses	2	3	El emprendimiento está preparado para soportar un diferencial más alto de intereses
Disponibilidad de capital propio	1	4	El fundador no tiene experiencia previa en la rama del nuevo emprendimiento
Disponibilidad de otorgar garantías	1	2	Disponibilidad de otorgar garantías
Capacidad del emprendedor para relacionarse (red de vínculos)	1	3	Capacidad del emprendedor para relacionarse (red de vínculos)
		3	Escasez de capital propio

Fuente: estadísticas descriptivas de SPSS de base de Emprendedores y Financistas.

Calificación en función a la moda:

1 = Muy importante/Siempre

2 = Importante

Superior a 3= No significativos o importantes.

Si bien algunas variables no encuadran dentro de los criterios establecidos, cabe destacarlas, como por ejemplo Potencial conflicto en la dirección de la empresa, cuyas valoraciones han sido radicalmente opuestas, en donde los financistas ponderan a este factor de riesgo como muy importante (moda 1) y los emprendedores como poco importante (moda 5). Otro caso es Capacidad del emprendedor para relacionarse (red de vínculos) factor muy importante para los emprendedores (moda 1) y neutro para financistas (moda 3)

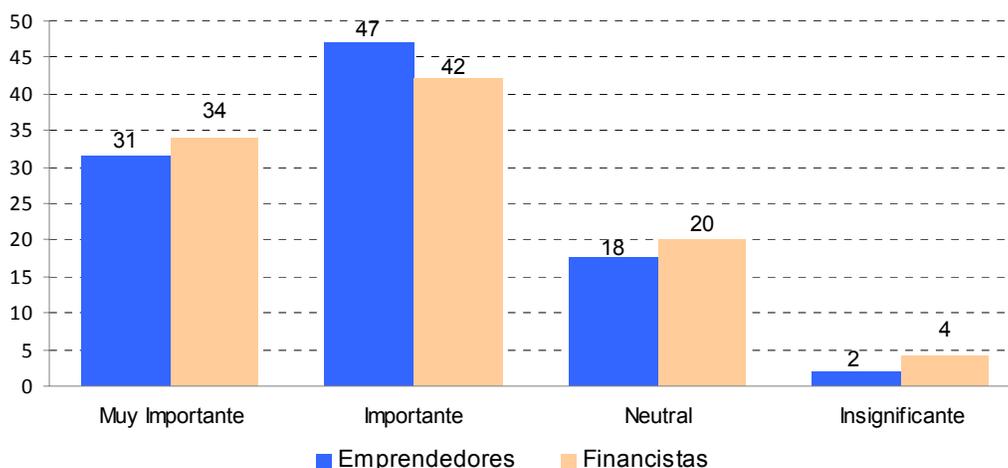
Sin embargo se registran casos de valoraciones coincidentes, tales como Potenciales conflictos con socios y familiares participantes en el emprendimiento; factor de riesgo

considerado poco importante tanto por emprendedores como financistas o el factor mitigante El emprendimiento registra rentabilidad inicial por recibir apoyo exógeno a la firma (subsidio) calificado neutro en ambas posturas (moda 3).

Situaciones intermedias se observan en algunos riesgos mitigantes, entre ellos, El emprendimiento es unipersonal; Que existe involucramiento en el emprendimiento de un financista privado que aporte capital y El emprendimiento está preparado para soportar un diferencial más alto de intereses, los cuales han sido reconocidos como importantes por parte de los emprendedores (moda 2) y para los financistas representan riesgos neutros (moda 3).

De acuerdo a la distribución de frecuencias de las variables semejantes seleccionadas, Escasa disposición de capital propio (variable n° 2) y Disponibilidad de otorgar garantías (variable n° 6) no pueden ser comparadas al no coincidir las opciones de valoración, debido a que los resultados de la encuesta de financistas contiene las cinco posibilidades mientras que emprendedores posee cuatro valoraciones. A su vez, para verificar la similitud entre las distribuciones de frecuencias de emprendedores y financistas se procedió a la aplicación de estadísticos no paramétricos como la prueba *chi* cuadrado. En base a la distribución de los financistas se analizó la de los emprendedores, observándose que el riesgo mitigante Los motivos especiales del fundador del emprendimiento (variable n° 5) arrojó un *chi* cuadrado no significativo. Por lo tanto, de las seis variables seleccionadas inicialmente, resultaron tres las variables comunes identificadas por emprendedores y financistas y valoradas como muy importante o importante. Las mismas son: Falta de liquidez; La creación del emprendimiento está relacionada a otra exitosa y con suficiente experiencia (más de cinco años) y La creación del emprendimiento ha sido formalizada, en donde esta última es la única con moda 1. Los gráficos 10, 11 y 12 muestran los resultados obtenidos de la prueba *chi* cuadrado.

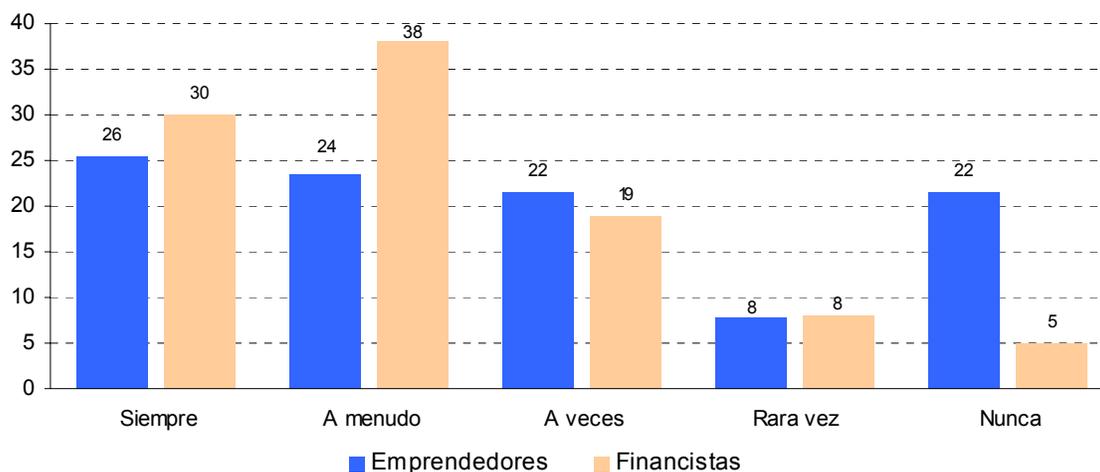
GRÁFICO 10
COMPARACIÓN: FALTA DE LIQUIDEZ
(En porcentaje)



Fuente: elaboración propia.

En base a la distribución de los financistas, la distribución de los emprendedores es igual (*chi* cuadrado no significativo). Los emprendedores en un 31% seleccionaron la falta de liquidez como muy importante y los financistas el 34%. Un porcentaje elevado de emprendedores (47%) y de financistas (42%) consideraron a este factor de riesgo como importante.

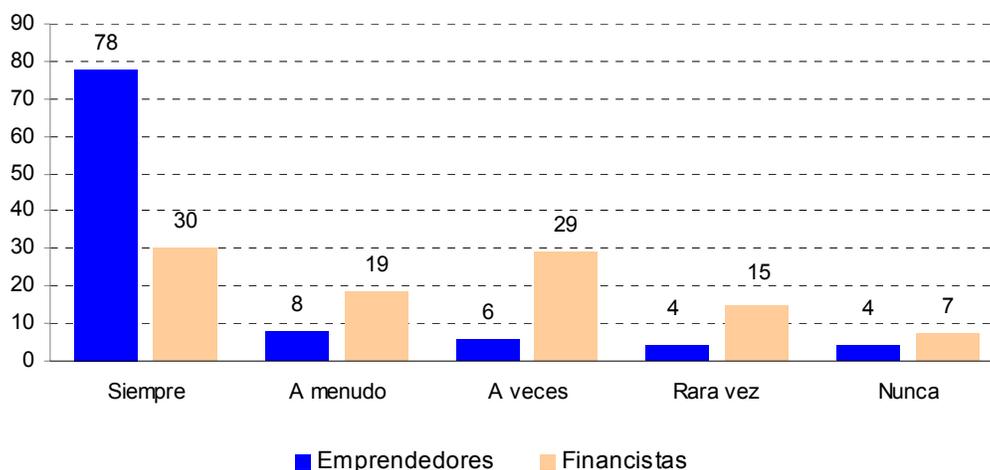
GRÁFICO 11
COMPARACIÓN: LA CREACIÓN DEL EMPRENDIMIENTO
ESTÁ RELACIONADA A OTRA EMPRESA EXITOSA
(En porcentaje)



Fuente: elaboración propia.

En base a la distribución de los financistas, la distribución de los emprendedores es igual (*chi* cuadrado no significativo). El 26% de los emprendedores y el 30% de los financistas consideraron que siempre la creación del emprendimiento está relacionada a otra empresa exitosa. El 24% de los emprendedores y el 38% de los financistas seleccionaron la opción a menudo y el 22% y el 19% respectivamente, señalaron a veces.

GRÁFICO 12
COMPARACIÓN: LA CREACIÓN DEL EMPRENDIMIENTO HA SIDO FORMALIZADA
(En porcentaje)



Fuente: elaboración propia.

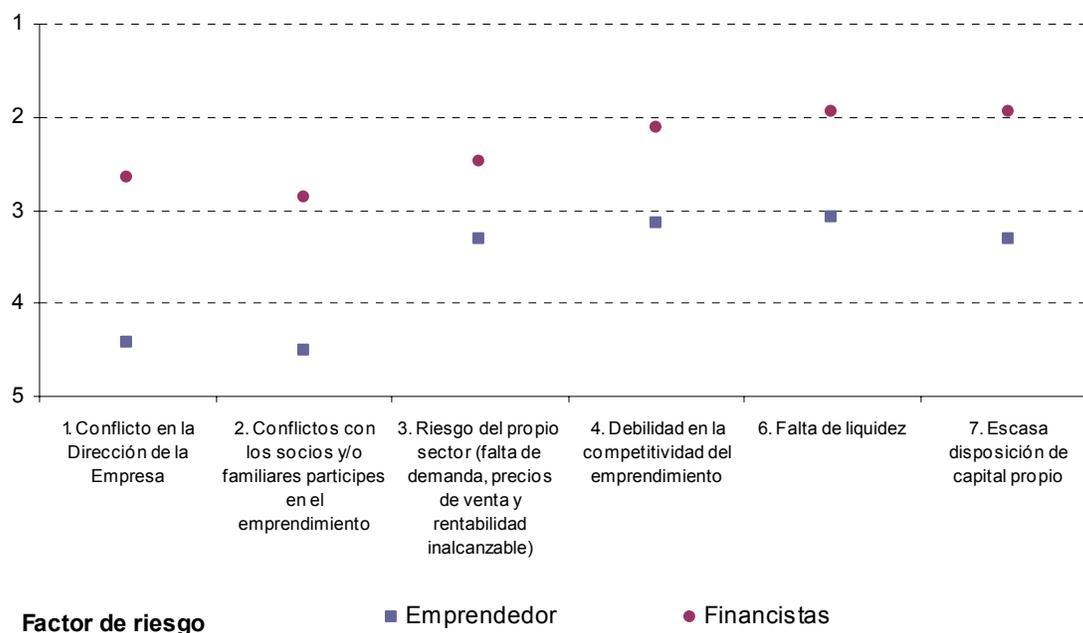
En base a la distribución de los financistas, la distribución de los emprendedores es igual (*chi* cuadrado no significativo). Sin embargo, la distribución de frecuencias evidencia que ambas

distribuciones marcan diferencias debido a que el 78% de los emprendedores seleccionaron la opción siempre mientras que los financistas, solamente lo hicieron el 30%. Esto refleja una valoración asimétrica, en donde una elevada proporción de emprendedores valora mucho a este factor de riesgo mitigante, mientras que los financistas han diversificado más sus ponderaciones, considerando el 19% la opción a menudo; el 29% a veces y el 15% rara vez.

A modo de síntesis de la evaluación de la importancia de los factores de riesgo en el financiamiento a jóvenes empresas, los Gráficos 13, 14 y 15 compilan las valoraciones expresadas por emprendedores y financistas considerando las medias¹⁹.

En el Gráfico 13 se verifica un *gap* en el nivel de importancia reconocido por los financistas (más elevado) y por los emprendedores (más bajo) a los factores de riesgo señalados.

GRÁFICO 13
EVALUACIÓN DE IMPORTANCIA DE LOS FACTORES DE RIESGO EN EL FINANCIAMIENTO A JÓVENES EMPRESAS SEGÚN FINANCISTAS Y EMPRENDEDORES
(Nivel de importancia)^a



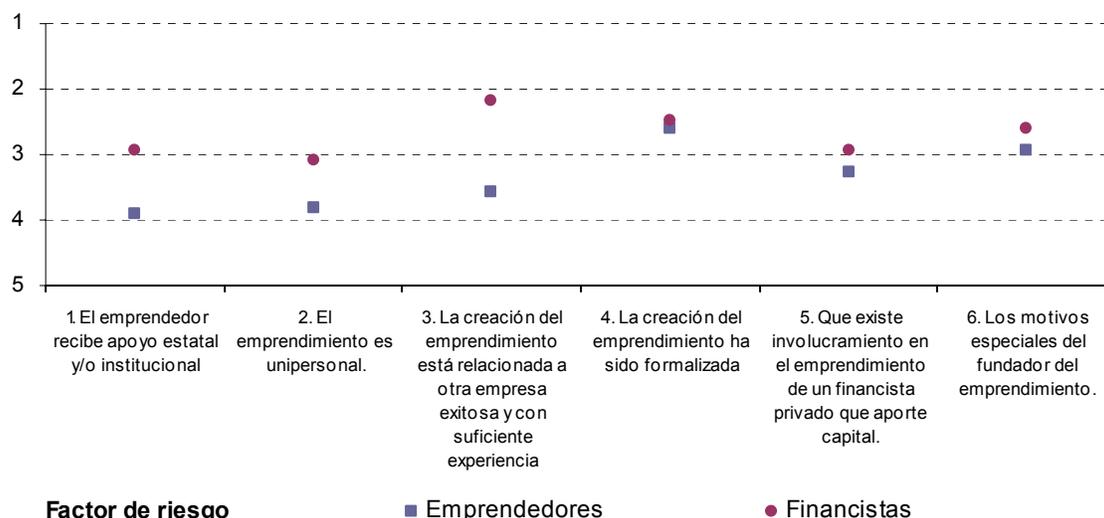
Fuente: elaboración propia sobre la base de cuadros 5, 6, 8 y 9.

- ^a 1 = Muy importante
2 = Importante
3 = Neutral
4 = Sin importancia
5 = Insignificante

Por su parte, en términos comparativos las valoraciones promedio consideradas por emprendedores y financistas son muy semejantes en los siguientes factores: Los motivos especiales del fundador del emprendimiento; El emprendimiento registra rentabilidad inicial por recibir apoyo exógeno a la firma (subsidio); El emprendimiento está preparado para soportar un diferencial más alto de intereses (medias casi coincidentes) y capacidad del emprendedor para relacionarse (Red de vínculos).

¹⁹ Los datos se encuentran en los Cuadros 5, 6, 8 y 9.

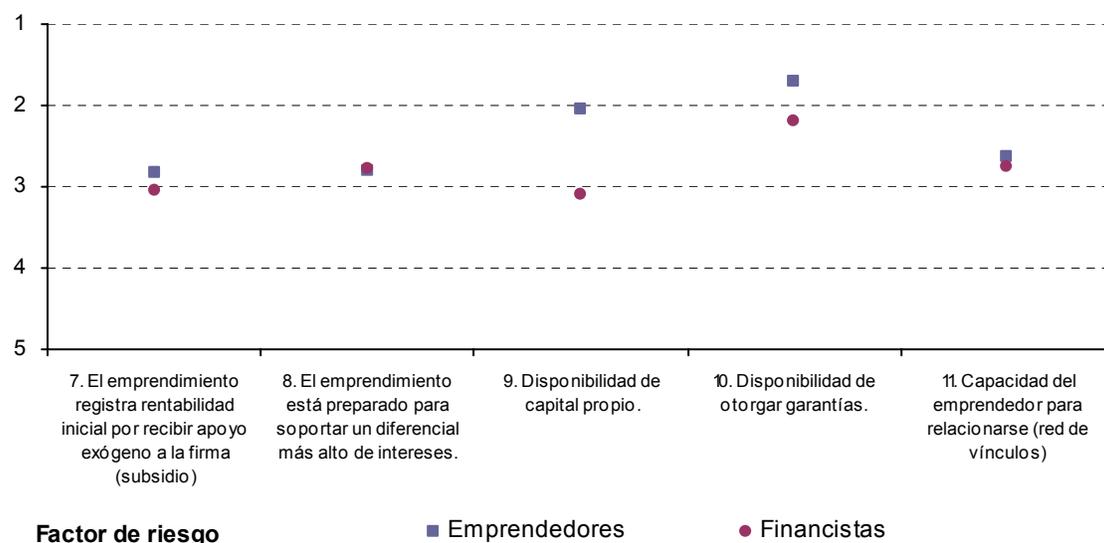
GRÁFICO 14
EVALUACIÓN DE IMPORTANCIA DE LOS FACTORES DE RIESGO EN EL FINANCIAMIENTO A JÓVENES EMPRESAS SEGÚN FINANCISTAS Y EMPRENDEDORES II
(Nivel de importancia)^a



Fuente: elaboración propia sobre la base de cuadros 5, 6, 8 y 9.

^a 1 = Muy importante 2 = Importante
 3 = Neutro 4 = Poco importante
 5 = Insignificante

GRÁFICO 15
EVALUACIÓN DE IMPORTANCIA DE LOS FACTORES DE RIESGO EN EL FINANCIAMIENTO A JÓVENES EMPRESAS SEGÚN FINANCISTAS Y EMPRENDEDORES III
(Nivel de importancia)^a



Fuente: elaboración propia sobre la base de cuadros 5, 6, 8 y 9.

^a 1 = Muy importante 2 = Importante
 3 = Neutro 4 = Poco importante
 5 = Insignificante

IX. Conclusiones

La actividad emprendedora y la innovación son centrales para el proceso creativo en la economía y para la promoción del crecimiento y el desarrollo social y económico de un país, incrementando la productividad, generando empleo y construyendo capital económico y social. Los emprendedores perciben las oportunidades y toman riesgos al enfrentar la incertidumbre, para abrir nuevos mercados, diseñar productos y desarrollar procesos innovadores.

El desarrollo de la actividad emprendedora no depende solamente de la actitud, motivación y capacitación emprendedora de sus ciudadanos, sino también del contexto nacional, regional y global. En este sentido se entiende como contexto un rango de aspectos culturales, sociales, económicos, e institucionales que influyen a la hora de emprender; algunos de los cuales son estructurales y por lo tanto no varían fácilmente en el tiempo y otros más coyunturales que se modifican más rápidamente.

La evolución reciente del proceso emprendedor argentino se encuentra plasmado en las estadísticas dedicadas al seguimiento de la creación y destrucción de empresas, las cuales indican un importante cambio de tendencia desde fines del año 2002. En la Argentina, luego del largo período de recesión y depresión iniciado en 1998, recién hacia finales de 2003 comenzó a revertirse la dinámica empresarial negativa. Así, en el período 2003-2007 el proceso de creación de empresas fue positivo ya que de un *stock* de 343.000 empresas al 31 de diciembre del 2002, se pasó a un total de 451.000 firmas al 31 de diciembre de 2007, incorporándose formalmente a la economía argentina algo más de 100.000 nuevas empresas.

Ese conjunto de jóvenes empresas, en sus primeros años de actividad, el capital propio del emprendedor sumado al apoyo de familiares, amigos y/o inversores no formales, se torna insuficiente para financiar las oportunidades de negocios que se presentan. Es el momento de acceder a recursos externos de financiamiento, pero debido a la falta de trayectoria y de garantías el acceso al financiamiento bancario se hace muy difícil.

Así, este trabajo de investigación buscó otorgar evidencias acerca de cuáles son los factores de riesgos que son tenidos en cuenta desde la posición del financista (*supply-side*) al momento de analizar el otorgamiento de financiamiento a empresas jóvenes, a la vez que determinar sus implicancias sobre el crecimiento de este tipo de empresas. La falta de liquidez, la escasa cuota de capital propio y la escasa disposición de capital constituyen los más importantes

factores de riesgo para el acceso al financiamiento en las empresas jóvenes. Los conflictos relacionados con la conducción del negocio y las inexactitudes en la proyección de mercado (demanda y precios) constituyen factores de riesgo irrelevantes en opinión de los emprendedores. Esta valoración se halla influida por la experiencia previa y la edad del emprendedor.

A partir del trabajo empírico realizado, también se han podido captar factores que permiten mitigar los riesgos para el financista al otorgar financiamiento. Dentro del espectro de *spill-over* del entorno, la acción eficiente de sistemas de garantías reconocidos por el sistema financiero son determinantes al momento de acceder a financiamiento. La existencia de apoyo gubernamental, institucional y/o de empresas “madrinas” al emprendimiento constituyen mitigantes parciales que son tenidos en cuenta por los financistas de manera parcial al momento de evaluar el riesgo de otorgar financiamiento. Los emprendedores son conscientes de la importancia de lograr complementariedad entre garantías satisfactorias para el banco y que el financista no pierda de vista la evaluación del negocio que solicita asistencia financiera. Se trata de utilizar el método del flujo de caja futuro para evaluar el otorgamiento de financiamiento haciéndose relevante disminuir las asimetrías informativas desde la demanda.

Del trabajo estadístico realizado, las características del emprendedor tienen implicancias en la diferente valoración de los factores de riesgo. Así, la Hipótesis 3 se acepta en función que la tipología del emprendedor determina la diferente valoración de factores de riesgo y condiciona el acceso al financiamiento.

Aquellos emprendedores que accedieron a financiamiento, porción que representa sólo una parte minoritaria de la muestra (alrededor del 30%) combinaron estas características:

- a. Experiencia previa personal de los emprendedores.
- b. Fuertes vínculos personales con el sistema financiero.
- c. Adecuada disposición de garantías.
- d. Haber demostrado capacidad del emprendedor para relacionarse en red.
- e. Tener fuertes condiciones de competitividad en su emprendimiento.

Si bien se consideran importantes para disminuir el riesgo moral y la asimetría de información con el financista, contar con factores tales como fluido acceso a capital, con adecuada cuota de capital propio y con el involucramiento de empresarios exitosos, estos factores no se visualizan en aquellos emprendimientos que lograron acceder a financiamiento.

A su vez, los emprendedores que mejor accedieron a financiamiento bancario, no se encuentran comprendidos entre aquellos que consideran al riesgo macroeconómico como uno de los principales factores de riesgo que afectan el acceso al financiamiento.

Del análisis estadístico realizado a financistas y con relación a la provisión imperfecta de información y comunicación (gerencial, de mercado y financiera) que genera asimetrías entre las partes, se puede aceptar que los financistas requieren siempre del emprendedor información estratégica de gestión y de mercado para evaluar la solicitud de financiamiento, destacándose la importancia y la frecuencia con la que son evaluados factores tales como demanda, competencia, precios de venta, liquidez, capitalización. La capacidad de los emprendedores de satisfacer estos factores constituye un punto crítico a resolver al momento de la solicitud de financiamiento. Para el financista, también el riesgo moral emergente de analizar solicitudes de financiamiento de empresas sin trayectoria acrecienta el racionamiento del crédito.

El tipo de institución financiera tiene implicancias en la diferente valoración de los factores de riesgo ya que en la muestra utilizada para esta investigación, los gerentes de grandes bancos más centralizados son menos flexibles y permeables al momento de analizar una

propuesta de financiamiento a nuevas empresas, ya que otorgan más influencia a los ratios financieros (*hard*) y se comprometen menos a buscar vías alternativas de otorgamiento del financiamiento²⁰. La frecuencia en la aceptación de un nivel relativo más alto de riesgo es menor en los bancos grandes que la media de la muestra y de las entidades más pequeñas²¹.

Por su parte, la presencia de ciertos factores relacionados con el nuevo emprendimiento podría aportar elementos que a juicio del financista reduzcan el riesgo de financiar este tipo de empresas nuevas. Estos factores, que ya han sido citados con anterioridad y entre los cuales se pueden mencionar la existencia de apoyo gubernamental, institucional, empresarial, financiero privado, etc.; no logran revertir el análisis que surge del procesamiento de información cuantitativa, no pudiéndose validar la hipótesis del *spill-over* positivo del entorno sobre el mejor financiamiento y la efectividad en el desarrollo de nuevas empresas y su “captura” por parte de los financistas.

En lo relativo a las condiciones para acceder al financiamiento bancario por parte de las empresas jóvenes, el sistema de evaluación que utilice el financista para estudiar un nuevo emprendimiento adquiere singular importancia. El trabajo de campo confirma que los banqueros utilizan un sistema basado en el análisis del proyecto y en su capacidad de generar ingresos en el futuro pero no se logra probar que este mecanismo reduzca las asimetrías de información entre las partes ya que el financista no logra cumplir el supuesto de *track-record* y experiencia previa al tratarse de empresas jóvenes. Por el contrario, con esta metodología el “sufrimiento” por asimetrías informativas se acrecienta. Los financistas pertenecientes a entidades más pequeñas se mostraron más proclives a aceptar con mayor frecuencia el riesgo de financiar empresas Pymes jóvenes a partir de la existencia de sólidos lazos de relacionamiento con sus clientes solicitantes, al reducirse así el riesgo moral. Es obvio que la existencia de volatilidad macro-económica observada en las economías en desarrollo (Studart, 2003) afecta el proceso de decisión pero la complementariedad de garantías satisfactorias permite utilizar el método del flujo de caja futuro.

El 31% de los emprendedores y el 34% de los financistas seleccionaron la falta de liquidez como muy importante y el 47% de los emprendedores y el 42% de los financistas consideraron a este factor de riesgo como importante.

El 26% de los emprendedores y el 30% de los financistas consideraron que siempre la creación del emprendimiento está relacionada a otra empresa exitosa. El 24% de los emprendedores y el 38% de los financistas seleccionaron la opción a menudo y el 22% y el 19% respectivamente, señalaron a veces.

Sin embargo, el factor mitigante La creación del emprendimiento ha sido formalizada, con una moda 1 en ambas encuestas, evidenció diferencias en la distribución de frecuencias, debido a que la opción siempre fue seleccionada por el 78% de los emprendedores y el 30 % de los financistas. Esto refleja una valoración asimétrica, en donde una elevada proporción de emprendedores valora como muy importante a este factor de riesgo mitigante, mientras que los financistas han diversificado más sus ponderaciones, considerando el 19% la opción a menudo; el 29% a veces y el 15% rara vez.

El análisis del trabajo empírico realizado a emprendedores, permite afirmar que las asimetrías de información con los financistas forman parte importante de un conjunto de barreras en el acceso al financiamiento pero no son consideradas fundamentales por los emprendedores, destacándose la ausencia de conocimientos acerca de cómo disminuir esas asimetrías entre

²⁰ El poder de los departamentos de auditoría interna son más importantes en el proceso de decisiones en las sucursales bancarias de bancos grandes y en particular si son de capital extranjero.

²¹ La muestra para el trabajo empírico involucró: bancos comerciales grandes 44%; bancos comerciales pequeños 23%, entidades pequeñas 15%, bancos públicos 18%.

aquellos que no accedieron al financiamiento. A su vez, el tipo de institución financiera tiene implicancias en la diferente valoración de los factores de riesgo como también incide el sistema de evaluación que utilice el financista para estudiar un nuevo emprendimiento.

Los financistas requieren del emprendedor información estratégica de gestión; de mercado, financiera y patrimonial, para evaluar la solicitud de financiamiento, que en muchos casos amplía el riesgo moral entre las partes al no poder la empresa Pyme completar el requerimiento de información que presenta el financista. Así, se acepta la Hipótesis 1 planteada, ya que la provisión imperfecta de información y comunicación gerencial, de mercado y financiera genera asimetrías entre las partes.

A su vez, también la Hipótesis 4 se acepta ya que la tipología de la institución financiera tiene implicancias en la diferente valoración de los factores de riesgo. Los grandes bancos con fuerte centralización y acción multipropósito se encuentran más distantes de sus pequeños clientes y por lo tanto son menos flexibles y permeables al momento de analizar una propuesta de financiamiento a nuevas empresas.

Con respecto a la Hipótesis 2, la presencia de ciertos factores relacionados con el nuevo emprendimiento podrían constituir elementos que a juicio del financista reduzcan el riesgo de financiar un nuevo emprendimiento. Entre estos factores, se puede mencionar la existencia de apoyo gubernamental, institucional, empresarial, financiero privado, etc. Se trató de validar la hipótesis del *spill-over* del entorno sobre la efectividad en el mejor acceso de jóvenes empresas a financiamiento y su “captura” por parte de los financistas. Del trabajo empírico realizado no se ha logrado registrar validez estadística suficiente para aceptar la hipótesis, por lo que se rechaza.

La confrontación de los resultados de las encuestas a emprendedores y financistas determinó que las variables comunes identificadas por los mismos y valoradas como muy importante o importante sean tres: Falta de liquidez; La creación del emprendimiento está relacionada a otra exitosa y con suficiente experiencia (más de cinco años) y La creación del emprendimiento ha sido formalizada.

En síntesis, la contribución de este trabajo reside en complementar y cotejar las visiones personales de los emprendedores y financistas respecto del acceso al financiamiento de empresas jóvenes, cuyo argumento valida la existencia de percepciones diferentes de niveles de riesgo no por falta de información sino por distorsiones en la misma, agravados por la ausencia de canales de comunicación fluidos que transmitan las necesidades de las partes. En definitiva se trata de un círculo vicioso, en el que cada actor construye sus propias expectativas erróneas “suponiendo” una cierta conducta del otro, dificultando el cumplimiento eficiente de sus respectivas funciones. Si bien no se pudo validar empíricamente el “derrame del entorno” cercano, queda abierta una alternativa para el diseño de políticas que promuevan el acercamiento de la demanda a la oferta de financiamiento y la mejora en su capacidad para ejercer la función financiera.

Bibliografía

- Acs, Z. y Armington, C. (2004), *Employment Growth and Entrepreneurial Activity in Cities. Discussion Papers on Entrepreneurship, Growth and Public Policy*, Max Planck Institute for Research, N° 1304.
- Acs, Z. y Amorós, J. (2008). “Entrepreneurship and competitiveness dynamics in Latin America”, *Jena Economic Research Papers*.
- Acs, Z. y Audretsch, D. y Evans, D. (1994), “The determinants of variation in the self-employment rates across countries and over time”, *Discussion paper DP871*, London: Centre for Economic Policy Research.
- Akerlof, G. (1970), “The market for lemons: qualitative uncertainty and market mechanism”, *Quarterly Journal of Economics*, N° 89.
- Altman, E. y Sabato, G. (2006), “Modeling credit risk for SMEs: Evidence from the UD market”. *Working Paper SSRN 872336*.
- Angelelli, P. y Prats, J. (2005), “Fomento de la actividad emprendedora en América Latina y el Caribe. Sugerencias para la formulación de proyectos” Banco Interamericano de Desarrollo - Washington D.C. - Serie de informes técnicos del Departamento de Desarrollo Sostenible.
- Ascúa, R. (2001), “La revalorización del rol de las garantías en el proceso de acceso al crédito bancario de las pequeñas y medianas empresas”, DT Fundación Potenciar – Rafaela, Memorias 6ª. Reunión Anual Red Pymes MERCOSUR.
- _____ (2005), “Financiamiento para pequeñas y medianas empresas (Pyme). El caso de Alemania. Enseñanzas para Argentina”, *Serie Estudios y Perspectivas*, CEPAL Oficina Buenos Aires.
- _____ (2007), “Evaluation of the risk factors in the financing to new companies in Argentina”, ICSB 52º, World Conference, Turku, Finlandia.
- Ashcroft, B. y Love, J. (1996), “Firm Births and Employment Change in the British Countries: 1981-1989”, *Papers in Regional Science*, N°25.
- Audretsch, D. (1995), *Innovation and Industry Evolution*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Audretsch, D. y Fritsch, M. (2002), “Growth Regimes over Time and Space”, *Regional Studies*, N° 36.
- Audretsch, D. y Acs, Z. (1994), New-Firm Startups, Technology and Macroeconomic Fluctuations, *Small Business Economics*, N°6.
- Audretsch, D. y Thurik, R. (2001a), “Linking entrepreneurship to growth”, *Technology and Industry Working Paper*, OECD Directorate for Science.

- _____ (2001b), “What is new about the new economy: sources of growth in the managed and entrepreneurial economies”, *Industrial and Corporate Change*, N° 10.
- Avery, R. y Samolyk, K. (2004), “Bank Consolidation and the Provision of Banking Services: Small Commercial Loans”, *Journal of Financial Services Research*, N° 25.
- Baeyens, K. y Manigart, S. (2006), “Follow-on financing of venture capital backed companies: The choice between debt, equity, existing and new investors”, *Faculteit Economie, Working paper*, Ghent University, Gent, Belgium.
- Baldwin, J. (1995), *The Dynamics of Industrial Competition*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Baumol, R. (1997), “Entrepreneurship, Management and the Structure of Payoffs.” Cambridge, MA: MIT Press.
- BCRA-Banco Central de la República Argentina (2001), *Información de Entidades Financieras*, Publicación mensual, diciembre 2001.
- Beck, B.; Demirgüç-Kunt, A.; Laeven, L. y Maksimovic, V. (2004), “The determinants of financing obstacles”, *Policy Research Working Paper N° 3204*, World Bank.
- Beck, T.; Demirgüç-Kunt, A. Levine y Maksimovic, V. (2000), “Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry and Country Evidence”, *Policy Research Working Paper N° 2423*, Country Economics Department, World Bank.
- Berger, A. y Udell, G. (2004), “A More Complete Conceptual Framework for SME Finance” World Bank Conference on Small and Medium Enterprises: Overcoming Growth Constraints, World Bank, MC 13-121. October 14-15, 2004.
- Berger, A., Klapper, L. y Udell, G. (2001), “The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Businesses”, *Policy Research Working Paper N° 2656*, The World Bank Development Research Group Finance.
- Berger, A.; Miller, M.; Petersen, M.; Rajan, R. y Stein, J. (2004), “Does Function Follow Organizational Form? Evidence from the Lending Practices of Large and Small Banks.” *Journal of Financial Economics*.
- Berger, A.; Bonime, S.; Goldberg, L. y White, L. (2004), “The Dynamics of Market Entry: The Effects of Mergers and Acquisitions on Entry in the Banking Industry”, *Journal of Business* N° 74.
- Berger, A.; Hasan, I. y Klapper, L. (2004), “Further Evidence on the Link between Finance and Growth: An International Analysis of Community Banking and Economic Performance.” *Journal of Financial Services Research*, N° 25.
- Berger, A.; Saunders, A.; Joseph M., y Gregory F. (1998), “The Effects of Bank Mergers and Acquisitions on Small Business Lending”, *Journal of Financial Economics*, N° 50.
- Berger, Allen N., Lawrence G. Goldberg, and Lawrence J. White. (2001), “The Effects of Dynamic Changes in Bank Competition on the Supply of Small Business Credit.” *European Finance Review*, N° 5.
- Binks, M. y Reed, C. (1992), “Information Asymmetries and the Provision of Finance to Small Firms”, *International Business Journal*, Vol N° 11.
- Binks, M. y Ennew, C. (1996), “Growing firms and credit constraint” *Small Business Economics*, Vol. 8, N° 1.
- Blau, D. (1987), “A time series analysis of self-employment”, *Journal of Political Economy*.
- Bleger, L. y Rozenwurcel, G. (2000), “Financiamiento a las Pymes y cambio estructural en la Argentina. Un estudio de caso sobre fallas de mercado y problemas de información” *Desarrollo Económico (IDES)* Vol. N° 40, N° 157 (abril-junio).
- Buame, S. (1992), “Stimulation of Entrepreneurship: An Integrative Approach”, *European Small Business Seminar*.
- Cañonero, G. (1997) “Bank concentration and the supply of credit in Argentina”, *Documento de Trabajo*, Fondo Monetario Internacional.

- Carree, M., van Stel, A., Thurik, R. y Wennekers, S. (2007) “The relationship between economic development and business ownership revisited”, *Scientific Analysis of Entrepreneurship and SMEs* (SCALES).
- Castillo, V., Rivas, D., Rojo, S. y Rotondo, S. (2006) “La creación de nuevas empresas durante la etapa post-convertibilidad (2003-2005): impacto sobre el empleo asalariado registrado”. Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, AAEP.
- Chandler, A. Jr. (1990), *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, (Cambridge, MA: Harvard University).
- Deakins, D. y Hussain, G. (1994), “Risk assessment with asymmetric information”, *Journal of Bank Marketing*, N°12.
- Devereux, M. y Schiantarelli, F. (1990), “Investment, Financial Factors and Cash Flow from U.K. Panel Data”, en G. Hubbard (ed.), *Information, Capital Markets and Investment*, Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Diamond, D. (1991), “Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and directly placed Debt”, *Journal of Political Economy*.
- García Sánchez, A. y Fernández de Bobadilla, G. (2004), “Motivaciones y obstáculos en la creación de empresas. Efectos de la experiencia empresarial”, *Boletín Económico de ICE* N° 2819.
- García, A. (2006), “La financiación hacia las PyMEs” (Cefim).
- Gatto, F. (1998), “Las pequeñas y medianas empresas argentinas frente al 2000”, en *Las Pymes. Claves del crecimiento con equidad*, SOCMA.
- Gertler, M. (1988), “Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview” *Journal of Money, Credit, and Banking*, N° 20.
- Gibb, A. y Ritchie, J. (1982) “Understanding The Process of Starting Small Business”, *European Small Business Journal*, Vol. N°1.
- Honohan, P. y Stiglitz, J (2001), “Robust Financial Restrain”, en G. Caprio, P. Honohan y J. Stiglitz (eds), *Financial Liberalization. How Far, How Fast?*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Jensen, M. (1993), The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*.
- Johannisson, B. (1991), “Entrepreneurship – the management of ambiguity” Lund+Växjö University.
- _____ (2000), “Networking and entrepreneurial growth” en Sexton, D. y Landström, H. (eds.) *Handbook of Entrepreneurship*, London, Blackwell.
- Johannisson, B. y Mönsted. M. (1997), “Contextualizing Entrepreneurial Networking. The Case of Scandinavia”, *International Studies of Management and Organization*, Vol. 27, N° 3.
- Jovanovic, B. (1982), “Selection and the Evolution of Industry”, *Econometrica* N°50.
- Kantis, H. (2004), “Nacimiento y desarrollo de empresas dinámicas en América Latina” Cap. 2 en Kantis, H. (2004) *Desarrollo Emprendedor. América Latina y la experiencia internacional*, Banco Interamericano de Desarrollo (IADB) y Fundes Internacional.
- Kantis, H. y Komori, M. (2002) “Empresarialidad en economías emergentes. Creación y desarrollo de nuevas empresas en América Latina y el Este de Asia”, Banco Interamericano de Desarrollo-DDS, Univ. Nac. de Gral. Sarmiento, Japan Economic Research Institute-JERI.
- Kantis, H.; Angelelli, P. y Gatto, F. (2000), “Nuevos emprendimientos y emprendedores en Argentina: ¿de qué depende su creación y supervivencia?” Universidad Nacional de Córdoba, Memorias de la 5ª. Reunión Anual de la Red PyMEs Mercosur.
- Klepper, S. (1996), Entry, Exit, Growth, and Innovation over the Product Life Cycle, *The American Economic Review*.
- Krämer, C.; Heißenhuber, A. y Bodmer, U. (2004), “Einschätzung der Risiken einer Existenzgründung aus Sicht von Existenzgründern und Banken” (Freising-Weihenstephan).

- Lehmann, E. y Neuberger, D. (2001), “Do Lending Relationships Matter? Evidence from Bank Survey Data in Germany”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. N°45 Issue N°4.
- Lindner-Lehmann M. (1998), “Kreditvergabe der Banken an kleine und mittelständische Unternehmen”, Rostock.
- Lundström, A. y Stevenson. L. (2002), *On the Road to Entrepreneurship Policy*, vol. 1, Estocolmo: Swedish Foundation for Small Business Research.
- Mason, C. (1998), “El Financiamiento y las Pequeñas y Medianas Empresas” en *Desarrollo y Gestión de PyMEs: Aportes Para Un Debate Necesario*, ed. H. Kantis. Universidad Nacional de General Sarmiento.
- Oliner, S. y Rudebusch, G. (1992), “Sources of the Financing Hierarchy for Business Investment”, *Review of Economics and Statistics*, N°74.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), (2001), *Entrepreneurship, Growth and Policy*, París: OECD.
- Piore, M. y Sabel, C. (1984), *The Second Industrial Divide Possibilities for Prosperity*, (New York: Basic Books).
- Reynolds, P., Storey, P. y Wetshead, P. (1994), Cross-National Comparisons of the Variation in New Firm Formation Rates. *Regional Studies*, N°28 (4), julio.
- Reynolds, P.; Bigrave, W. y Autio, E. (2003), *Global Entrepreneurship Monitor (GEM), 2003 Executive Report*. Kansas: Ewing Marion Kauffman Foundation.
- Ruda, W.; Pfeffer, M. y Ascúa, R. (2006), *Relaciones con inversores y mercado de capitales. De la experiencia de Alemania a la potencialidad en Argentina*, Ed. De los Cuatro Vientos.
- Salloum, D. y Vigier, H. (1997), “Los problemas del financiamiento de la pequeña y mediana empresa: la relación bancos – Pymes” en Diciara, R. (Ed.) *Competitividad de pequeñas y medianas empresas industriales y desarrollo regional*, Universidad Nacional del Sur (2002).
- Shapiro, A. (1984), “The Entrepreneurial Event”, en Kent (ed) *The Environment for Entrepreneurship*. Lexington Press.
- Stiglitz, J. y Weiss, A. (1981), “Credit rationing in markets with imperfect information”, *American Economic Review*, vol. 71, N° 3.
- Storey, D. (1994), “New Firm Growth and Banking Financing”, *Small Business Economics*, Vol. 6.
- Studart, R. (2003), “Estados, mercados y sistemas financieros”, CEPAL.
- Studart, R. y Suaznabar, C. (2004), “El acceso al financiamiento, un reto para la creación de empresas dinámicas” Cap. 6 en Kantis, H. (2004) *Desarrollo Emprendedor. América Latina y la experiencia internacional*, Banco Interamericano de Desarrollo (IADB) y Fundes Internacional.
- Teece, D. (1993), “The dynamics of industrial capitalism: perspectives on Alfred Chandler’s scale and scope”, *Journal of Economic Literature*.
- Thurik, R. y Wennekers, S. (2004), “Entrepreneurship, Small Business and Economic Growth”. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 11, No. 1.
- Timmons, J. (1999), *New venture creation. Entrepreneurship for the 21st. Century*, Boston: Irwin McGraw-Hill.
- Van Auken, H. (2004), “The use of bootstrap financing among small technology-based firms” *Journal of Developmental Entrepreneurship*.
- Van Stel, A. y Storey, D. (2004), The Link Between Firm Births and Job Creation: Is There a Up as Tree Effect? *Discussion Papers on Entrepreneurship, Growth and Public Policy*, Max Planck Institute for Research, N° 3304.
- Van Stel, A., Carree, M. y Thurik, R. (2005), “The effect of entrepreneurial activity on national economic growth”, *Small Business Economics*.
- Veciana, J. (2005), “La creación de empresas. Un enfoque gerencial”, *Colección Estudios Económicos*, N° 33 (en línea). Dirección URL: www.estudios.lacaixa.es

- Wennekers, S.; Van Stel, A.; Thurik, R. y Reynolds, P. (2005), “Nascent entrepreneurship and the level of economic development”, *Small Business Economics*, N°24.
- Williamson, O. (1988), “Corporate finance and corporate governance.” *Journal of Finance*, N° 43.
- Winborg, J. y Lanström, H. (2000), “Financial bootstrapping in small business: examining small business managers resource acquisition behavior”, *Journal of Business Venturing*, N°16.
- Wong, P.; Ho, Y. y Autio, E. (2005), “Entrepreneurship, innovation and economic growth: Evidence from GEM data”, *Small Business Economics*, N°24.

Anexo

Abreviaturas

AID:	Análisis de Interacciones Dinámicas
BADE:	Base para el Estudio de la Dinámica del Empleo. Observatorio del Empleo y la Dinámica Empresarial del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social
BCRA:	Banco Central de la República Argentina
CEPAL:	Comisión Económica para América Latina
GEM:	Global Entrepreneurship Monitory
MWW:	Prueba Mann-Whitney-Wilcoxon
NACE:	Nuevas Empresas con Alto Crecimiento del Empleo
OCDE:	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
VC:	Venture Capitals (Fondo de capital de riesgo)